




3 1761 11554423 1



Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544231>



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

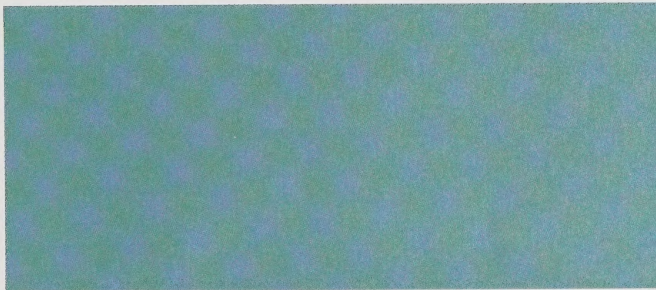
CELEBRATING 75 YEARS
CÉLÉBRONS 75 ANS

38
Government
Publications

CA1
FN73
- M56

Monetary Policy Report

January 2010



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS
BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS



Contents

1 Overview

3 The Global Economy

3.1 Recent Developments

3.2 Developments in Global Financial Markets

3.3 Outlook for the Global Economy

11 The Canadian Economy

11.1 Recent Developments

11.2 Outlook for the Canadian Economy

Monetary Policy Report

January 2010

1. Introduction

1.1 The Canadian Economy

1.2 The Global Economy

1.3 Outlook for the Economy

2. Monetary Policy

2.1 The Monetary Policy Framework

2.2 The Current Monetary Policy

2.3 The Future of Monetary Policy

3. Financial Markets

3.1 The Canadian Financial Markets

3.2 The Global Financial Markets

3.3 Outlook for the Financial Markets

4. Conclusion

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:

MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY, AND TIMOTHY LANE.



Today, the outlook has improved While the Canadian economy will likely grow faster than the other G-7 countries [in 2010], the Bank expects our recovery to be more protracted and more reliant on domestic demand than usual.

Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
16 December 2009
Toronto, Ontario*

Contents

1	Overview
3	The Global Economy
3	Recent Developments
5	Developments in Global Financial Markets
6	Outlook for the Global Economy
11	The Canadian Economy
11	Recent Developments
11	Aggregate Demand and Supply
14	Estimated Pressures on Capacity
15	Inflation and the 2 Per Cent Target
16	Canadian Financial Conditions
19	Exchange Rate
20	Policy Response
20	Outlook for the Canadian Economy
20	Aggregate Demand and Supply
21	The Projection for Inflation
25	Risks to the Outlook

Technical Boxes

8	Reducing Global Imbalances
12	How Severe Was Canada's Downturn? A Global Comparison

Overview

The global economic recovery is under way, supported by continued improvements in financial conditions and stronger domestic demand growth in many emerging-market economies. While the outlook for global growth through 2010 and 2011 is somewhat stronger than the Bank had projected in its October *Monetary Policy Report*, the recovery continues to depend on exceptional monetary and fiscal stimulus, as well as extraordinary measures taken to support financial systems.

Economic growth in Canada resumed in the third quarter of 2009 and is expected to have picked up further in the fourth quarter. Total CPI inflation turned positive in the fourth quarter and the core rate of inflation has been slightly higher than expected in recent months. Nevertheless, considerable excess supply remains, and the Bank judges that the economy was operating about 3 1/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2009.

Canada's economic recovery is expected to evolve largely as anticipated in the October *Report*, with the economy returning to full capacity and inflation to the 2 per cent target in the third quarter of 2011. The Bank projects that the economy will grow by 2.9 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, after contracting by 2.5 per cent in 2009.

The factors shaping the recovery are largely unchanged—policy support, increased confidence, improving financial conditions, global growth, and higher terms of trade. At the same time, the persistent strength of the Canadian dollar and the low absolute level of U.S. demand continue to act as significant drags on economic activity in Canada. On balance, these factors have shifted the composition of aggregate demand towards growth in domestic demand and away from net exports. The private sector should become the sole driver of domestic demand growth in 2011.

The main risks to the outlook for inflation are those identified in the October *Monetary Policy Report*. Risks remain elevated, although they have continued to diminish gradually with the consolidation of the recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation are associated with the possibility of a stronger-than-anticipated global recovery. It is possible that the recovery in global demand could be more vigorous than projected, resulting in stronger external demand for Canadian exports. A related risk is that Canadian domestic demand could be more robust than projected.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 19 January 2010.

On the downside, there is the risk that persistent strength of the Canadian dollar could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk is that the global recovery could be even more protracted than projected.

While the Bank judges that these underlying macroeconomic risks are roughly balanced, the overall risks to the inflation projection are tilted slightly to the downside as a result of monetary policy operating at the effective lower bound.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook.

On 8 December 2009 and 19 January 2010, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at its current level of 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target. In its conduct of monetary policy at low interest rates, the Bank retains considerable flexibility, consistent with the framework outlined in the April 2009 *Monetary Policy Report*.

The Global Economy

Recent Developments

The global economic recovery is under way, supported by continued improvements in financial conditions and stronger domestic demand growth in many emerging-market economies. Global economic and financial developments have been slightly more favourable than projected in the October *Monetary Policy Report*, and the outlook for global economic growth through 2010 and 2011 is somewhat stronger. Nonetheless, the recovery is still expected to be more subdued than usual. Growth is heavily dependent on the exceptional monetary and fiscal policy stimulus provided worldwide, as well as the extraordinary measures taken to support financial systems in many advanced countries.

The turnaround in global economic activity, which began in the second quarter of 2009, continues to strengthen, in line with the growth projections in the October *Report*. Economic activity in emerging-market countries—most notably China—is growing at a rapid pace, and the recovery has now extended to most of the advanced economies, with positive output growth recorded in both North America and the Euro area in the third quarter (**Chart 1**). While unemployment rates remain high in most major advanced countries, there are signs that the pace of deterioration in labour market conditions has started to ease. Purchasing manager indexes have been rising in all major regions and are now at levels that are consistent with economic expansion. Large output gaps and the absence of wage pressure have kept underlying inflation in the major economies subdued. Headline inflation rates have nonetheless rebounded, since sharp declines in energy prices from 2008 are no longer holding down measured inflation (**Chart 2**).

Monetary authorities in advanced economies continue to provide strong support for the recovery, and this has resulted in progressive improvements in financial conditions. In addition, government initiatives to arrest the economic decline and prime the recovery appear to have been better targeted and more effective than anticipated. A number of sectors, most notably automotive and housing, have benefited from these programs.

The U.S. economy began to recover in the third quarter of 2009, registering growth of 2.2 per cent. Larger-than-expected improvements in financial wealth have supported consumption, and stronger growth in the rest of the world, primarily in emerging Asia, helped to boost exports. The Bank estimates that U.S. growth in the fourth quarter rose to 4.6 per cent, driven principally by an important contribution from inventories, continued robust growth in exports, and steady increases in residential construction. Motor-vehicle production is also estimated to have risen more quickly than previously anticipated.

Global economic and financial developments have been slightly more favourable than projected in October.

The recovery has now extended to most of the advanced economies.

Chart 1: The major advanced economies are now growing

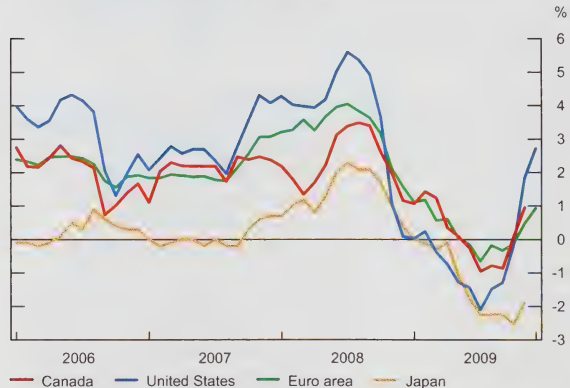
Quarterly growth at annual rates



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

Chart 2: Headline inflation is rising in most advanced economies

Year-over-year percentage change, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

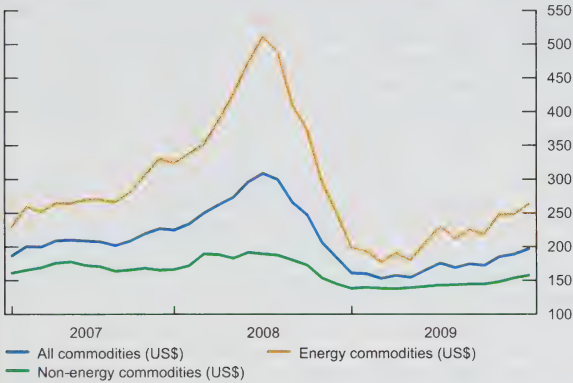
While GDP growth in the Euro area, at 1.7 per cent, came in slightly weaker than expected in the third quarter, indicators suggest that the recovery is becoming more firmly entrenched. The three largest economies—Germany, France, and Italy—all reported an upturn in industrial production for the first time since the first quarter of 2008. While the recovery is still tentative in Japan, business confidence and corporate profits, supported by strong export demand, have improved recently.

China's third-quarter GDP release reported year-over-year growth of 8.9 per cent, underpinned by strong sales of durable goods, increased investment in housing, and rising exports, as the effects of the large fiscal stimulus and accommodative monetary and credit policies continue to be felt. Emerging concerns about possible overheating in China have prompted authorities to tighten credit conditions slightly to mitigate inflationary pressures.

Economic activity in emerging-market countries—most notably China—is growing at a rapid pace.

The Bank's index of commodity prices rose moderately from its level at the time of the *October Report*, as natural gas prices firmed and non-energy commodity prices rose in response to greater-than-expected demand from emerging Asia (**Chart 3**).

Chart 3: Commodity prices have risen since the October Report
Bank of Canada commodity price index (1982–90 = 100), monthly data



Source: Bank of Canada

Developments in Global Financial Markets

Financial conditions in advanced economies have improved and are contributing to the emerging global recovery. Equity markets have recovered substantially over the past three quarters, and firms have enjoyed greater access to capital markets, with global corporate bond issuance reaching record levels. Borrowing costs also remain low as credit spreads continue to decline. Bank profits and capitalization have generally strengthened worldwide. Underpinning all of these improvements are the historically low official interest rates maintained by all major countries (**Chart 4**).

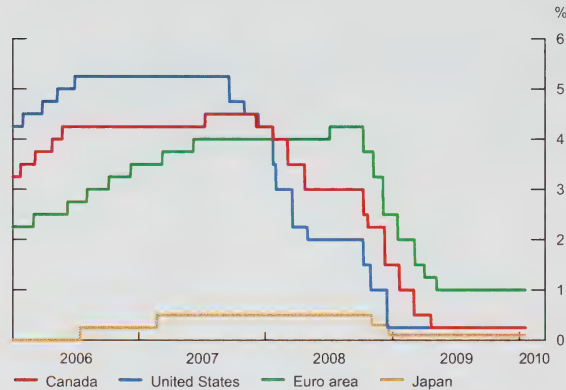
Mortgage rates remain close to record lows in the United States, aided by targeted central bank purchases. Improvements in the non-conforming mortgage market have been more modest, however, and securitized markets remain impaired, with public sector measures continuing to provide important support. Despite the narrowing in spreads and generally low interest rates observed in many countries, lending to households and businesses, especially small and medium-sized enterprises, remains restricted, reflecting the effect of past and prospective loan losses on banks' capital, as well as uncertainty about the impact of regulatory reforms on required bank capital and liquidity.

Yields on long-term government bonds have risen since the last *Report*, reflecting a more positive economic outlook. Indeed, some countries have started to raise interest rates and withdraw unconventional measures in anticipation of stronger growth and emerging price pressures. Recent events have also focused market attention on the potential sovereign credit risk associated with mounting debt levels in a number of countries.

Financial conditions in advanced economies have improved and are contributing to the emerging global recovery.

Chart 4: Policy rates have remained at historic lows in most countries

Daily data



Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank, and Bank of Japan

Outlook for the Global Economy

Recent indicators point to a more favourable outlook for global economic growth in 2010 than previously anticipated.

Recent indicators point to a more favourable outlook for global economic growth in 2010 than previously anticipated (**Table 1**). The Bank now expects the world economy to grow at a rate of 3.7 per cent in 2010 and 4.1 per cent in 2011. While sustained, the projected recovery is relatively gradual, considering the depth of the recession. The revisions to the outlook for 2010 reflect further improvements in global financial conditions, stronger growth in emerging Asia, and additional fiscal programs to support domestic demand in advanced economies. The growth of private sector demand in advanced countries is nevertheless expected to remain relatively weak, as households repair their balance sheets, businesses restructure, temporary fiscal incentives come to an end, and financial intermediaries continue to pursue conservative lending strategies in an effort to rebuild capital.

U.S. economic growth in 2010 and 2011 is projected to be slightly higher than expected in October.

In the United States, growth in 2010 and 2011 is projected to be slightly higher than previously expected, owing to stronger-than-expected growth in consumption and exports, as well as additional fiscal measures. Nonetheless, the recovery of domestic demand in 2010 is still expected to be relatively

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2008	2009	2010	2011
United States	21	0.4 (0.4)	-2.5 (-2.5)	2.5 (1.8)	3.9 (3.8)
Euro area	16	0.5 (0.5)	-3.9 (-3.9)	1.2 (0.9)	2.1 (2.4)
Japan	7	-1.2 (-0.7)	-5.3 (-5.7)	1.9 (1.7)	2.0 (2.5)
China	11	9.1 (9.1)	8.3 (8.1)	9.3 (8.9)	9.2 (8.9)
Rest of the world	45	4.0 (3.9)	-2.0 (-2.1)	4.0 (3.3)	4.0 (3.7)
World	100	2.9 (2.9)	-1.5 (-1.6)	3.7 (3.1)	4.1 (4.0)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2007.

Source: IMF, *WEO*, April 2009

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2009 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

weak, with much of the anticipated growth attributable to past and ongoing fiscal and monetary stimulus. Growth in consumer spending will be weaker than in past recoveries, since households still need to rebuild their wealth and may face limited access to credit. The household savings rate is expected to rise to over 6 per cent in the next two years (from a low of 1.2 per cent in the first quarter of 2008). The growth of business investment in commercial real estate will likely remain weak, owing to rising vacancies and falling property prices. Exports are expected to grow substantially, supported by a weaker U.S. dollar and a faster-than-anticipated recovery in overseas economies. Higher productivity growth and lower unit labour costs have also made U.S. goods more competitive. Net exports are not expected to make a positive contribution to GDP growth until the second half of 2010, however, because imports will also rebound sharply as domestic demand recovers.

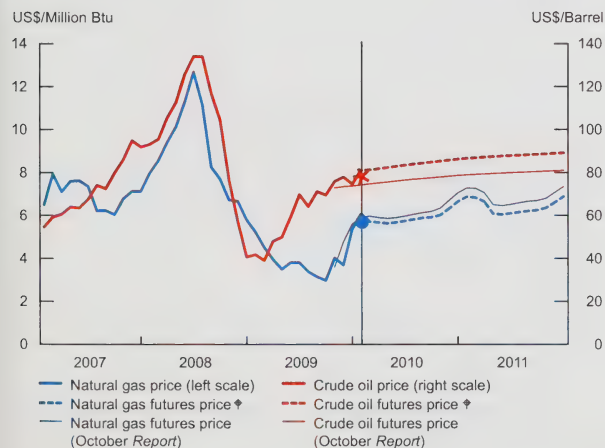
Economic growth in the Euro area is projected to be somewhat stronger in 2010 than previously expected, supported by increased export growth and a modest improvement in the outlook for labour markets. Consumer confidence has also improved, and proposed tax cuts in Germany could provide some additional support in the near term. However, concerns about future fiscal tightening in the Euro area and possible limitations on the availability of bank credit could dampen growth in subsequent periods. Growth in Japan is being sustained by expansionary monetary and fiscal policies and by strong Asian demand for Japanese products, but is expected to remain modest through 2010–11, given high unemployment and weak wage growth. In addition, business investment is likely to be constrained by high excess capacity.

The Chinese economy is expected to grow by more than 9 per cent in each of the next two years, with an expanding share of private investment and consumption, and less reliance on government subsidies, public investment, and exports. As a result, domestic demand should play a greater role in

The Chinese economy is expected to grow by more than 9 per cent in each of the next two years.

Chart 5: Futures curves suggest rising prices for crude oil and natural gas

Monthly data



* Spot price for crude oil (15 January 2010)

• Spot price for natural gas (15 January 2010)

† Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 15 January 2010

Note: Values for crude oil and natural gas prices in January 2010 are estimates based on the average daily spot prices up to 15 January 2010.

Source: NYMEX

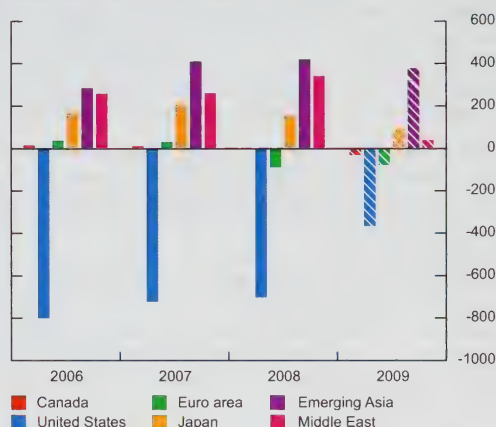
Reducing Global Imbalances

Current account imbalances among major regions declined during the recent recession (**Charts 1-A and 1-B**). This development reflects a combination of temporary and more persistent factors. Cyclical factors include a sharper decline in U.S. domestic demand than that experienced by its major trading partners and the abrupt decline of oil prices. The U.S. current account deficit is likely to widen in the near term as the U.S. economy recovers and as energy prices increase. Over the medium term, it is expected that the U.S. current account will gradually move to a sustainable long-run position (around 2.5 per cent of GDP).¹ A major decline in the surpluses of emerging Asia and, to a lesser extent, in those of Europe and Japan, is the counterbalance to this improvement, while oil-exporting countries are expected to experience larger surpluses.

Improvement over the medium term is conditional on changes in behaviour and policy adjustments on several fronts. These include: a sustained fiscal consolidation in the United States and several other advanced countries; an upward adjustment of U.S. household savings consistent with the Bank's base-case projection; increased policy-induced domestic demand in China and other major emerging-market economies; and a real exchange rate appreciation in surplus countries. Should these conditions fail to materialize, a return to the large imbalances of the past cannot be discounted.

Chart 1-A: Current account balance

Annual data, billions of U.S. dollars

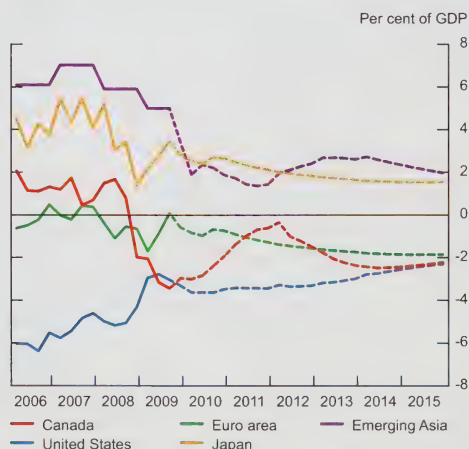


Note: Figures for 2009 are estimates.

Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, October 2009

Chart 1-B: Current account balance projections

Quarterly data



Note: Historical data up to 2009Q3; dashed lines indicate projections based on BoC-GEM-FIN.

Source: Bank of Canada estimates

¹ The Bank of Canada's global economy model (BoC-GEM-FIN) was used to construct this scenario. Beaton, de Resende, Lalonde, and Snudden will provide more detail in a forthcoming Bank of Canada Discussion Paper.

China's growth than in the past, helping to reduce global imbalances. Many emerging-market economies will benefit from China's sustained growth and rising demand for commodities, further supporting the global recovery.

After declining by over 30 per cent in 2009, on a year-over-year basis, commodity prices are expected to increase over the next two years as the global recovery takes hold. Based on futures markets, oil prices are assumed to rise to around US\$88 per barrel in 2011 (**Chart 5**). The Bank projects non-energy commodity prices to increase by about 10 per cent in both 2010 and 2011.

The Bank expects that growth in the global economy will accelerate over the next two years, but that the pace of the recovery in advanced countries will be moderate. It will take time to repair household and bank balance sheets, and for financial conditions to return to normal. In the near term, growth in real output will depend to a significant degree on past and ongoing fiscal and monetary stimulus. Although global current account imbalances narrowed during the recession, some reversal can be expected as economies recover and commodity prices strengthen. Further corrective policy action will be required over the medium term to put global growth on a strong, yet sustainable and balanced, path (**Technical Box 1**).

Commodity prices are expected to increase as the global recovery takes hold.

The Canadian Economy

The Canadian economic recovery is expected to evolve largely as anticipated in the *October Report*, with the economy returning to full capacity in the third quarter of 2011. While core inflation has remained slightly higher than projected in recent months, total inflation has rebounded as expected. The stickiness of core inflation since the beginning of the year is likely related to the resilience in wage growth. With wage growth expected to stay at the more moderate levels seen recently, and with excess supply being gradually absorbed, both core and total CPI inflation are expected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011.

The Canadian economic recovery is expected to evolve largely as anticipated in the October Report.

Recent Developments

Aggregate Demand and Supply

Although real GDP in Canada contracted for three consecutive quarters, the magnitude of the downturn was more modest than in other major advanced economies. In particular, domestic demand held up much better in Canada than elsewhere, reflecting the soundness of Canada's banking system, relatively healthy household and corporate balance sheets, and the speed and scale of monetary policy actions. Nevertheless, the Canadian economy experienced a severe recession, owing largely to the downturn in sectors of the U.S. economy that are particularly important for Canadian exports, such as the automotive and housing sectors (**Technical Box 2**).

Economic growth resumed in the third quarter of 2009, with real GDP increasing by a meagre 0.4 per cent (at annual rates), less than had been anticipated in the October projection. A sharp pickup in domestic demand and a rebound in exports were mainly offset by a surprisingly large surge in imports. Real gross domestic income increased significantly, however, reflecting an improvement in Canada's terms of trade (**Chart 6**).

Economic growth resumed in the third quarter of 2009, with real GDP increasing by a meagre 0.4 per cent.

Third-quarter growth in final domestic demand was broad based and stronger than expected. The contribution of government expenditures to growth increased further, and household spending continued to recover. An unexpected surge in investment in machinery and equipment also contributed to the pickup in domestic demand. Overall, sales rebounded sharply, and firms continued to draw down inventories, resulting in a decline in the stock-to-sales ratio. Net exports exerted a substantial and larger-than-expected drag on growth. The 36 per cent increase (at annual rates) in imports was unusually large, even after accounting for the surge in investment and the appreciation of the Canadian dollar.

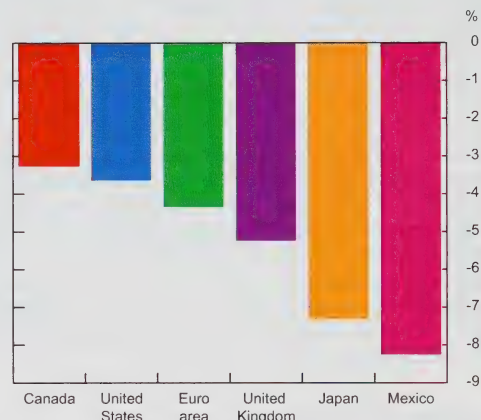
How Severe Was Canada's Downturn? A Global Comparison

The global economy is pulling out of the deepest and most synchronous economic downturn since the 1930s. Canada has suffered less than many other countries, partly because of its sound banking system and relatively strong household and corporate balance sheets, and also because of the speed and scale of monetary policy actions.

When Canada's experience is compared with that of other major economies, it is apparent that, with a cumulative drop of 3.3 per cent (**Chart 2-A**), Canada's real GDP declined less than in most countries.

However, the decline in Canadian output was only slightly less than that in the United States, its major trading partner. Canadian exports suffered disproportionately from the weakness in the U.S. economy. The Bank's trade-weighted measure of U.S. activity fell by 22 per cent, driven mainly by the automotive and housing sectors, while U.S. GDP declined by only 3.7 per cent.¹ Canadian exports fell by nearly 20 per cent, compared with 12 per cent for the United States (**Chart 2-B**). Canada's relatively solid economic performance, in spite of this trade shock, reflects the resilience of Canadian household demand. Consumer spending barely declined in Canada, while U.S. private consumption dropped by 1.9 per cent (**Chart 2-C**). Similarly, the fall in total gross fixed-capital formation in the United States was roughly twice the decline in Canada.²

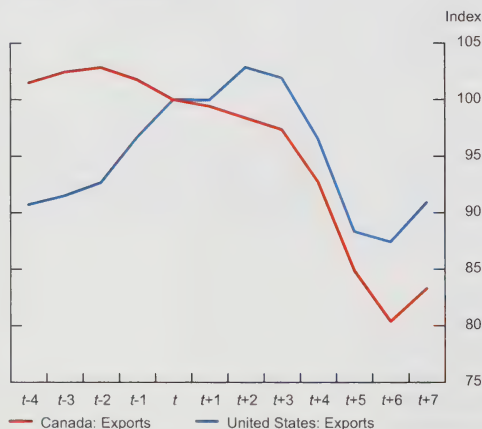
Chart 2-A: Percentage change in real GDP from 2007Q4 to trough^a



a. 2007Q4 corresponds to the start of the recession in the United States (based on NBER)
Sources: OECD and Bank of Canada calculations

Chart 2-B: Components of real GDP

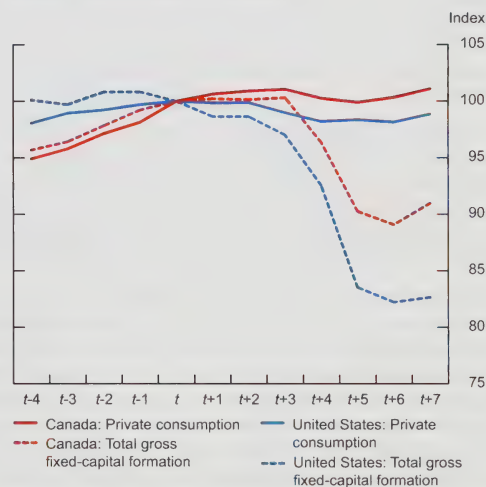
Canada–U.S. comparison (2007Q4 = 100)



Note: $t = 2007Q4$, the start of the recession in the United States (based on NBER)
Sources: OECD and Bank of Canada calculations

Chart 2-C: Components of real GDP

Canada–U.S. comparison (2007Q4 = 100)



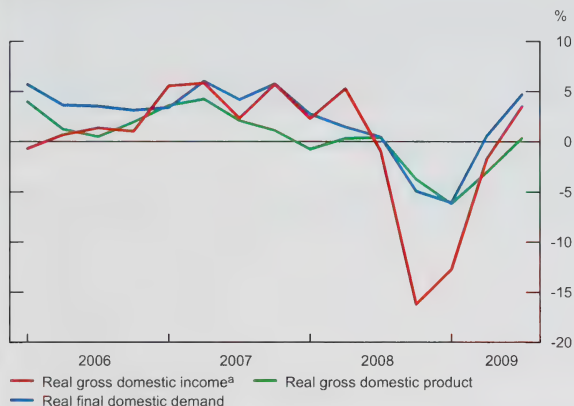
Note: $t = 2007Q4$, the start of the recession in the United States (based on NBER)
Sources: OECD and Bank of Canada calculations

1 For more details on the U.S. activity index used by the Bank, see Technical Box 2 in the July 2009 Report.

2 Total gross fixed-capital formation includes residential, business (machinery and equipment, building, and engineering), and government investment.

Chart 6: Canadian final domestic demand and real gross domestic income increased sharply in the third quarter of 2009

Quarterly growth at annual rates



a. Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

Source: Statistics Canada

Chart 7: Sales of existing homes have surged

Thousands of units, annualized monthly data



Sources: Canada Mortgage and Housing Corporation and Multiple Listing Service

The pace of economic growth in Canada is expected to have accelerated to 3.3 per cent in the final quarter of 2009, with final domestic demand and exports continuing to grow rapidly and import growth moderating.¹ Both household and government spending are projected to contribute to the ongoing strength in final domestic demand, while business investment is expected to have undergone a temporary correction. Recent indicators suggest that residential investment posted another large increase, driven by buoyant activity in the resale market (**Chart 7**). Prices for resale housing have increased markedly with the rebound in consumer confidence and as

The pace of economic growth in Canada is expected to have accelerated to 3.3 per cent in the final quarter of 2009.

¹ The Bank's projection for the fourth quarter does not take into account any possible impact from absenteeism due to the H1N1 influenza.

record-low mortgage rates have increased affordability. Housing starts also picked up towards a level consistent with demographic requirements.

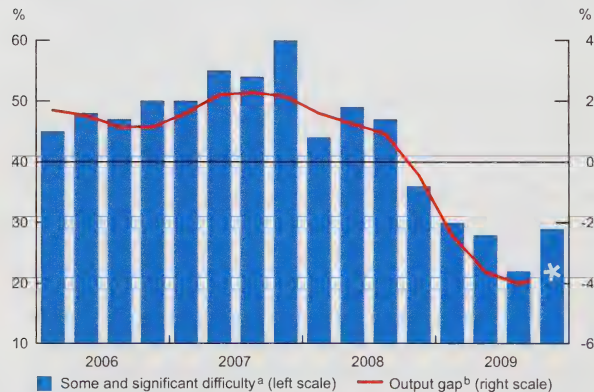
In the *October Report*, the Bank revisited its assumptions for both trend labour productivity and trend labour input, and concluded that the profile for the growth of potential output assumed in the *April Report* remained appropriate.² The Bank expects potential output growth to trough at 1.2 per cent in 2009, and then to pick up to 1.5 per cent in 2010 and 1.9 per cent in 2011.

Estimated Pressures on Capacity

Owing to weaker-than-expected GDP growth, the amount of excess supply in the Canadian economy in the third quarter was larger than assumed in the *October Report*. Excess supply is expected to have started to contract in the fourth quarter, in line with the expansion in economic activity. The Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy was operating 3.7 per cent below its production potential in the fourth quarter of 2009 (**Chart 8**). When assessing excess capacity, the Bank considers its conventional measure in conjunction with several other indicators, since there is considerable uncertainty surrounding estimates of potential output, particularly when the economy is coming out of a deep recession. In the Bank's winter *Business Outlook Survey* (<http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2010/winter/bos0110e.pdf>), the percentage of firms reporting that they would have difficulty meeting an unanticipated increase in demand increased slightly, albeit from a very low level.

Recent indicators suggest that Canada's labour market has stopped deteriorating, consistent with the resumption of GDP growth. Both employment levels and average hours worked appear to have bottomed out in the summer (**Chart 9**), and the unemployment rate has been hovering around 8.5 per cent. Ongoing weakness in the labour market is nevertheless evident in the Bank's

Chart 8: There is substantial excess supply in the Canadian economy



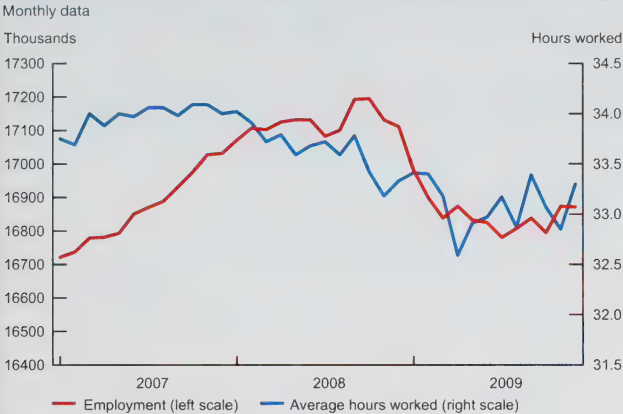
- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
 b. Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the fourth quarter of 2009 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 3.3 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

² For more details on the Bank's assumptions regarding potential output, see Technical Box 3 in the *October Report*.

The Bank expects potential output growth to trough at 1.2 per cent in 2009, and then to pick up to 1.5 per cent in 2010 and 1.9 per cent in 2011.

Chart 9: The labour market appears to have stopped deteriorating



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

winter *Business Outlook Survey*, in which the percentage of firms reporting labour shortages declined further, reaching its lowest level since the series began in 1998.

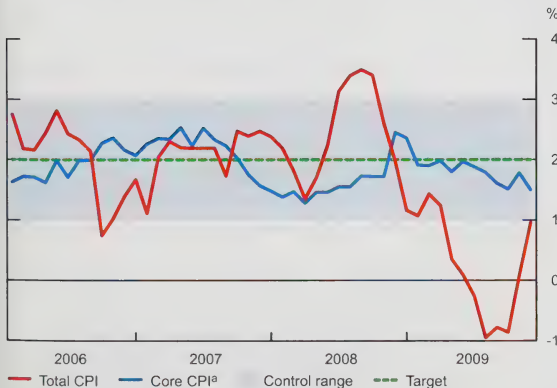
After reviewing all the indicators of capacity pressures and taking into account the weakness in potential output associated with the ongoing restructuring in the Canadian economy, the Bank judges that the economy was operating about 3 1/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2009.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Total CPI inflation turned positive in the fourth quarter of 2009, as had been anticipated in the *October Report*, as a result of year-over-year increases in energy prices. The 12-month rate of change in the total CPI bounced back to 1.0 per cent in November (from the -0.9 per cent trough reached during the summer) (**Chart 10**), and is expected to have picked up further in December.

Chart 10: Total and core CPI inflation remain below 2 per cent

Year-over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

The Bank judges that the economy was operating about 3 1/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2009.

Total CPI inflation turned positive in the fourth quarter, as anticipated.

The core rate of inflation has been slightly stronger than expected in recent months.

The core rate of inflation was 1.5 per cent in November and has been slightly stronger than expected in recent months, partly owing to larger-than-anticipated increases in property taxes and in some regulated prices. In spite of the large amount of excess supply in the economy, core inflation has remained quite close to 2 per cent since the beginning of the year. This stickiness of core inflation is likely related to the fact that wage growth had remained high relative to the underlying trend in productivity. With wage growth decelerating in recent months, the gap between the two has begun to narrow.

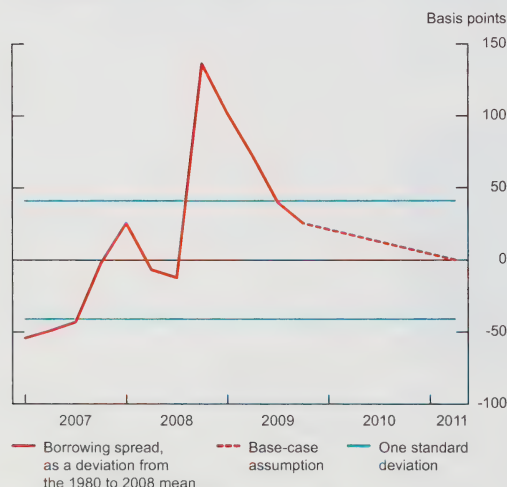
Reflecting the anticipated effects of year-over-year increases in energy prices on CPI inflation, measures of near-term inflation expectations have risen closer to the 2 per cent target in recent months. The latest Consensus Economics forecast for total CPI inflation is 1.7 per cent for 2010. Expectations for average inflation over the next two years, as reported in the Bank's most recent *Business Outlook Survey*, continue to show inflation expectations concentrated within the Bank's inflation-control range. Market-based measures of inflation expectations are within historical range after adjusting for liquidity effects. Taking this and other information into account, the Bank judges that medium- and longer-term inflation expectations remain well anchored to the 2 per cent inflation target.

Canadian Financial Conditions

Following a period of marked improvement, overall financial and credit conditions in Canada have remained fairly stable since the October *Report*. Canada's overall financial conditions continue to be more favourable than in most other advanced economies, as has been the case since the onset of the global financial crisis. The vast improvement in the credit conditions

Chart 11a: Household borrowing spreads have declined . . .

Quarterly data

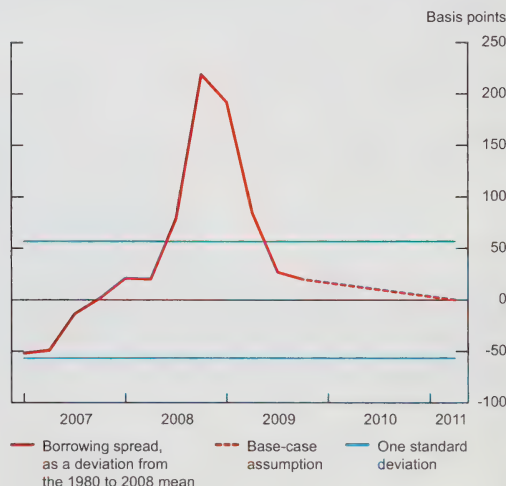


Note: The effective household borrowing spread is a weighted average of short- and long-term spreads, where spreads are constructed as the difference between the short- and long-term effective household borrowing rates and the relevant risk-free interest rate, respectively. For more information on the effective household interest rate, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Chart 11b: . . . as have business borrowing spreads

Quarterly data



Note: The effective business borrowing spread is a weighted average of short- and long-term spreads, where spreads are constructed as the difference between the short- and long-term effective business borrowing rates and the relevant risk-free interest rate, respectively. For more information on the effective business interest rate, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

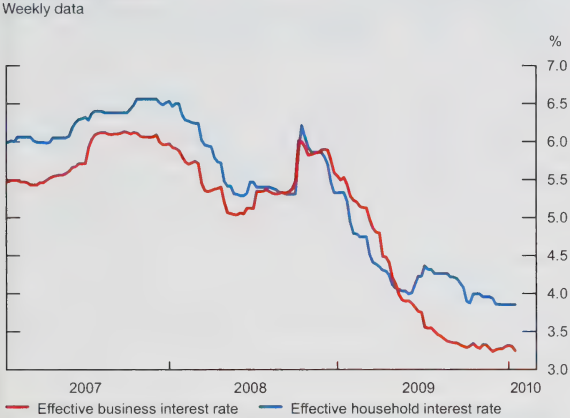
Source: Bank of Canada calculations

faced by Canadian borrowers over the past year is evident in the sharp declines in the spreads paid by households and businesses to secure funds (Charts 11a and 11b). These spreads are assumed to be back to longer-term historical averages by early 2011.

Since the October Report, funding costs for Canadian banks have remained fairly flat at very low levels. Borrowing costs for households also remain at very low levels by historical standards (Chart 12), and household credit has continued to grow at a brisk pace (Chart 13), pushing the debt-to-income ratio of Canadian households to a historic peak.³ Although both mortgage

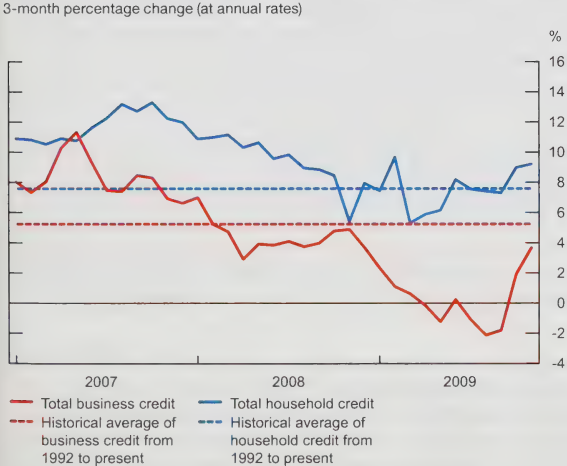
Following a period of marked improvement, overall financial and credit conditions in Canada have remained fairly stable since the October Report.

Chart 12: Household and business borrowing costs remain at very low levels



Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>. Source: Bank of Canada calculations

Chart 13: Household credit continues to grow at a brisk pace, and business credit has started to grow again



Source: Bank of Canada

³ As discussed in the December issue of the *Financial System Review*, the very high level of the household debt-to-income ratio increases the vulnerability of households to shocks.

Table 2: Borrowing costs for households and businesses

Per cent

Date	Overnight rate	Prime rate	Estimated effective variable mortgage rate	Posted 5-year mortgage rate	3-month bankers' acceptances rate	Long-term corporate bond rate
31 July 2007	4.50	6.25	5.35	7.24	4.75	5.42
18 October 2007	4.50	6.25	5.65	7.43	4.85	5.41
6 December 2007	4.25	6.00	5.40	7.37	4.70	5.36
24 January 2008	4.00	5.75	5.25	7.39	4.06	5.30
24 April 2008	3.00	4.75	4.15	6.99	3.23	5.32
17 July 2008	3.00	4.75	4.20	7.09	3.29	5.48
23 October 2008	2.25	4.00	5.00	7.20	2.68	5.99
11 December 2008	1.50	3.50	4.50	6.73	1.77	6.04
22 January 2009	1.00	3.00	3.80	5.90	1.06	5.90
5 March 2009	0.50	2.50	3.30	5.74	0.69	5.86
23 April 2009	0.25	2.25	3.00	5.25	0.46	5.32
8 June 2009	0.25	2.25	2.85	5.52	0.43	4.83
23 July 2009	0.25	2.25	2.65	5.85	0.44	4.54
14 September 2009	0.25	2.25	2.45	5.50	0.43	4.08
22 October 2009	0.25	2.25	2.25	5.80	0.43	4.06
10 December 2009	0.25	2.25	2.15	5.49	0.44	3.89
15 January 2010	0.25	2.25	2.05	5.49	0.44	3.80

Sources: Long-term corporate bond rate, Bloomberg; all other series, Bank of Canada

and consumer credit posted solid growth rates in recent months, consumer credit grew more quickly, driven mainly by draws on personal lines of credit (including home equity lines of credit).

Borrowing costs for Canadian businesses have also remained very low (**Table 2**). Taken together, results from the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (<http://www.bankofcanada.ca/en/slos/pdf/slos2009Q4.pdf>) and the *Business Outlook Survey* suggest that, following a period of substantial tightening, credit conditions for businesses eased slightly in the fourth quarter, for the first time since the global financial crisis began (**Chart 14**). However, the improvement in credit conditions mainly affected large firms, as conditions continued to tighten for some small and medium-sized firms.

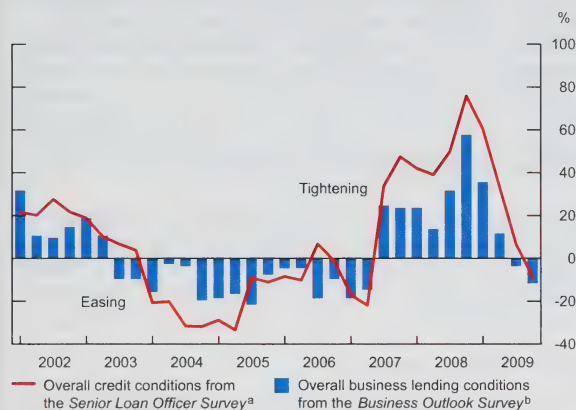
Business credit has started to grow again, led by an increase in market-based sources of credit (**Chart 13**). Following a period of contraction that began in the second quarter, overall business credit grew by 3.7 per cent (at annual rates) in the three months to November. Bank-based business credit has continued to contract sharply since the *October Report*, reflecting both an improvement in the ability of firms to access capital markets for funding and the further tightening of credit conditions for some small business borrowers.

Narrow monetary aggregates have continued to grow briskly, reflecting the desire of both households and firms to keep money in liquid assets until it is clear that the recovery is taking hold. In the three months to November, the narrow aggregate M1+ grew at an annual rate of 15.5 per cent, whereas the broader aggregate M2++ grew at 6.6 per cent. The growth in narrow-money balances is expected to decline over time, as the economy improves.

Survey results suggest that credit conditions for businesses eased slightly in the fourth quarter.

Chart 14: Survey results suggest that lending conditions for Canadian non-financial firms have started to improve

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.

b. Percentage of firms reporting tightened minus percentage reporting eased credit conditions.

Source: Bank of Canada

Chart 15: The Canadian dollar has averaged close to 96 cents U.S. since the October Report

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Exchange Rate

The Canadian dollar has traded in a range of about 92 to 98 cents U.S. since the *October Report*. Its average over this period was close to 96 cents U.S.

(**Chart 15**)—the value assumed in the projection presented in the *October Monetary Policy Report*.

Policy Response

Canadian monetary and fiscal policies continue to provide needed stimulus to the economy. On 8 December 2009 and 19 January 2010, the Bank of Canada maintained its target for the overnight interest rate at 1/4 per cent—the effective lower bound for this target rate—and reaffirmed its commitment, conditional on the inflation outlook, to hold the policy rate at that level until the end of the second quarter of 2010.

Outlook for the Canadian Economy

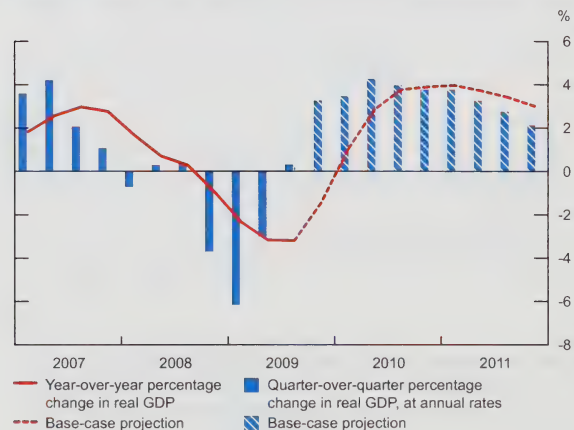
The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 96 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers; and global credit conditions continuing to gradually improve.

Aggregate Demand and Supply

The outlook for the Canadian economy is very similar to that presented in the *October Report*, with the economy projected to return to full capacity in the third quarter of 2011. Following weaker-than-expected real GDP growth in the third quarter of 2009, the Bank projects that, beginning around mid-year and continuing into early 2011, growth will be slightly stronger than expected in October (**Chart 16**). This upward revision reflects a stronger global economy and the Bank's view that the import surge in the third quarter was partly the result of temporary factors. On an average annual basis, the economy is now projected to grow by 2.9 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, after having contracted by an estimated 2.5 per cent in 2009 (**Table 3**).

Consumer spending is expected to grow at a solid pace throughout the projection horizon, supported by improved consumer confidence, higher wealth, monetary stimulus, and the recovery in the growth of labour income. The personal savings rate is expected to begin to moderate as households unwind some of the precautionary savings they built up during the recession.

Chart 16: Real GDP growth is expected to accelerate in 2010



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

The economy is projected to grow by 2.9 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, after having contracted by 2.5 per cent in 2009.

Table 3: Contributions to average annual real GDP growth
Percentage points^a

	2008	2009	2010	2011
Consumption	1.6 (1.6)	0.1 (0.0)	1.7 (1.7)	1.8 (1.9)
Housing	-0.2 (-0.2)	-0.5 (-0.5)	0.3 (0.3)	0.0 (0.1)
Government	1.1 (1.1)	1.0 (1.0)	1.3 (1.3)	-0.3 (-0.3)
Business fixed investment	0.0 (0.0)	-1.9 (-1.9)	0.1 (0.1)	0.8 (0.9)
Subtotal: Final domestic demand	2.5 (2.5)	-1.3 (-1.4)	3.4 (3.4)	2.3 (2.6)
Exports	-1.6 (-1.6)	-4.4 (-4.4)	1.9 (1.9)	2.1 (1.9)
Imports	-0.2 (-0.2)	4.4 (4.6)	-3.1 (-2.9)	-1.8 (-2.0)
Subtotal: Net exports	-1.8 (-1.8)	0.0 (0.2)	-1.2 (-1.0)	0.3 (-0.1)
Inventories	-0.3 (-0.3)	-1.2 (-1.2)	0.7 (0.6)	0.9 (0.8)
GDP	0.4 (0.4)	-2.5 (-2.4)	2.9 (3.0)	3.5 (3.3)
Memo items:				
Potential output	1.7 (1.7)	1.2 (1.2)	1.5 (1.5)	1.9 (1.9)
Real gross domestic income (GDI)	2.0 (2.0)	-5.9 (-5.6)	4.2 (4.4)	4.6 (4.0)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October *Monetary Policy Report*.

Following a period of vigorous growth, housing investment is projected to slow through 2010 as pent-up demand subsides and affordability declines.⁴

Business fixed investment is expected to recover in 2010 with the improvement in financial conditions and economic activity, as well as higher commodity prices. This projected increase in investment spending is consistent with the results of the Bank's recent *Business Outlook Survey*.

Export volumes are expected to continue to recover over the projection period in response to growing external demand and higher commodity prices. Export growth is projected to be somewhat stronger than was expected last October, owing to a more favourable outlook for the U.S. economy, particularly in the sectors that figure most importantly for Canadian exporters. The persistent strength in the Canadian dollar and the absolute low level of U.S. demand will, however, continue to dampen exports. Import volumes are also projected to grow at a solid pace, in line with the recovery in domestic demand, the rebound in exports, and the past appreciation of the Canadian dollar.

Economic growth is expected to become more solidly entrenched over the projection period as self-sustaining growth in private demand takes hold. The contribution of government spending to growth in domestic demand is expected to have peaked at about 2 percentage points in the last quarter of 2009, and then to gradually decline through 2010 before turning negative in 2011.

As the recovery in the Canadian economy continues, excess supply will gradually be absorbed. The economy is expected to reach its production capacity in the third quarter of 2011, as projected in the October *Report*.

The Projection for Inflation

Measured CPI inflation in Canada is expected to be slightly higher this year than projected in the October *Report*, reflecting the positive surprise to core inflation in the fourth quarter of last year (Table 4).

Economic growth is expected to become more solidly entrenched over the projection period as self-sustaining growth in private demand takes hold.

⁴ For more on the housing sector, see "Canada's Housing Sector in Recession and Recovery: Beyond Bricks and Mortar." Remarks prepared by Deputy Governor Timothy Lane for delivery to the Edmonton CFA Society, Edmonton, 11 January 2010 <<http://www.bankofcanada.ca/en/speeches/2010/sp110110.html>>.

Table 4: Summary of the base-case projection for Canada^a

	2008	2009				2010				2011			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	-3.7 (-3.7)	-6.2 (-6.1)	-3.1 (-3.4)	0.4 (2.0)	3.3 (3.3)	3.5 (3.8)	4.3 (3.8)	4.0 (3.7)	3.8 (3.5)	3.8 (3.3)	3.3 (3.3)	2.8 (2.8)	2.2 (2.5)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.0 (-1.0)	-2.3 (-2.3)	-3.2 (-3.2)	-3.2 (-2.8)	-1.5 (-1.1)	1.0 (1.4)	2.9 (3.2)	3.8 (3.6)	3.9 (3.6)	4.0 (3.5)	3.7 (3.4)	3.4 (3.2)	3.0 (3.0)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	1.7 (1.7)	1.6 (1.4)	1.6 (1.4)	1.7 (1.5)	1.7 (1.5)	1.8 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	1.2 (1.2)	0.1 (0.1)	-0.9 (-0.9)	0.9 (1.0)	1.6 (1.4)	1.8 (1.4)	1.8 (1.3)	1.9 (1.6)	1.9 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	58 (58)	43 (43)	60 (60)	68 (68)	76 (73)	81 (75)	83 (76)	84 (77)	86 (78)	87 (79)	88 (80)	88 (80)	89 (81)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October *Monetary Policy Report*.

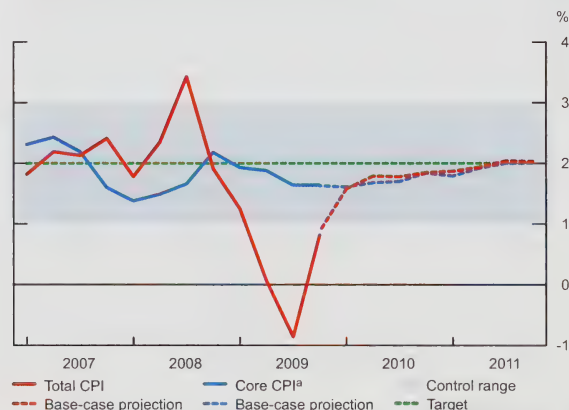
b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 15 January 2010.

On the costs side, the Bank expects that wage growth over the projection period will remain at recent more moderate levels, compared with the first half of 2009.

In the near term, core inflation is projected to remain fairly steady as the effect of the recent slowing in wage growth is largely offset by that of the gradual absorption of excess supply. As the impact of the first factor dissipates, and with inflation expectations well anchored, the core rate is projected to increase gradually, returning to 2 per cent in the third quarter of 2011 (**Chart 17**).

Chart 17: Total CPI and core inflation in Canada are projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

With the base-year effects for gasoline prices dropping out of the data last December, total CPI inflation is projected to follow a path very similar to that of the core rate throughout the projection horizon.⁵ Total CPI inflation is also expected to return to the 2 per cent target in the third quarter of 2011.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 18** and **Chart 19** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core and total CPI inflation from the first quarter of 2010 to the end of 2011.⁶ In particular, they show the slight downward tilt to the confidence bands that results from monetary policy operating at the effective lower bound.

Chart 18: Projection for core CPI inflation
Year-over-year percentage change

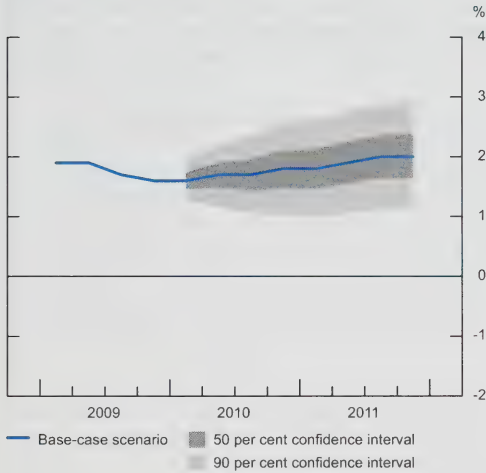
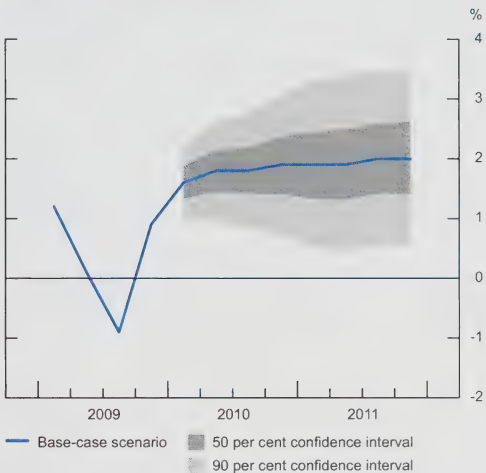


Chart 19: Projection for total CPI inflation
Year-over-year percentage change



5 This projection does not incorporate the impact of the harmonized sales tax that will be introduced in Ontario and British Columbia in July 2010. The Bank will provide an estimate of the impact in the April 2010 *Report*. As has been the case with other changes in indirect taxes, for the purpose of monetary policy, the Bank will see through the first-round effects of the tax on prices.

6 Technical details on the construction of the fan charts are available at http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/backgrounder_fancharts.pdf.

Risks to the Outlook

The main risks to the outlook for inflation are those identified in the October *Monetary Policy Report*. Risks remain elevated, although they have continued to diminish gradually with the consolidation of the recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation are associated with the possibility of a stronger-than-anticipated global recovery. The Bank expects the recovery to be more protracted than in previous recessions, owing to the persistent effects of the financial crisis on credit markets and on household savings behaviour in many advanced economies. It is thus possible that the recovery in global demand could be more vigorous than projected, resulting in stronger external demand for Canadian exports. This could occur, for instance, in the event of unexpectedly rapid improvements in financial conditions and consumer confidence. A related risk is that Canadian domestic demand could be more robust than projected.

On the downside, there is the risk that persistent strength of the Canadian dollar could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk is that the global recovery could be even more protracted than projected. Growth is heavily dependent on the exceptional monetary and fiscal policy stimulus provided worldwide, as well as the extraordinary measures taken to support financial systems in many advanced countries. Self-sustaining growth in private demand, which will be required for a solid recovery, may take longer than expected to materialize.

While the Bank judges that these underlying macroeconomic risks are roughly balanced, the overall risks to the inflation projection are tilted slightly to the downside as a result of monetary policy operating at the effective lower bound. The reason for this tilt is that the Bank could respond with conventional monetary tightening in the event that upside risks materialized. In contrast, if downside risks materialized, the Bank would have to implement unconventional policies, for which greater prudence would be warranted.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook. These imbalances have been attenuated during the recession, as U.S. households have curtailed their spending, while domestic demand in Asian emerging-market economies has been boosted by aggressive policy measures. Sustained improvement over the medium term will require fiscal consolidation in the United States and several other advanced countries, together with policy-induced domestic demand growth and real exchange rate adjustment for surplus countries. In the absence of these conditions, large imbalances may re-emerge, with the attendant risk of disorderly adjustment.

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique

1583, rue Hollis, 5^e étage
Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 1V4

David Amirault

Représentant principal (Analyse économique)

Monique LeBlanc

Représentante principale (Monnaie)

Québec

1501, avenue McGill College, bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8

Phuong Anh Ho Huu

Représentante principale (Monnaie)

Miville Tremblay

Représentant principal et directeur

(Marchés financiers)

Ontario

150, rue King Ouest, 20^e étage, bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 1J9

Brigid Brady

Chef adjointe, Analyse régionale, département des

Analyses de l'économie canadienne

Jane Voll

Représentante principale (Analyse économique)

Manuel Parreira

Représentant principal (Monnaie)

Mark Caplan

Représentant principal et directeur

(Marchés financiers)

Eric Tuer

Directeur adjoint (Marchés financiers)

Provinces des Prairies, Nunavut

404-6th Avenue SW, bureau 200
Calgary (Alberta) T2P 0R9

Alexander Fritsche

Représentant principal (Analyse économique)

Ted Mieszkalski

Représentant principal (Monnaie)

Colombie-Britannique et Yukon

200, rue Granville, bureau 2710
Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4

Farid Novin

Représentant principal (Analyse économique)

Lori Rennison

Représentante principale (Analyse économique)

Trevor Frers

Représentant principal (Monnaie)

Bureau de New York

1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175

Scott Kinnear

Consul et représentant principal

de la Banque du Canada

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces

1583 Hollis Street, 5th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4

David Amirault

Senior Regional Representative (Economics)

Monique LeBlanc

Senior Regional Representative (Currency)

Quebec

1501 McGill College Avenue, Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8

Phuong Anh Ho Huu

Senior Regional Representative (Currency)

Miville Tremblay

Senior Representative, Director (Financial Markets)

Ontario

150 King Street West, 20th Floor, Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9

Brigid Brady

Assistant Chief, Regional Analysis Division,
Canadian Economic Analysis Department

Jane Voll

Senior Regional Representative (Economics)

Manuel Parreira

Senior Regional Representative (Currency)

Mark Caplan

Senior Representative, Director (Financial Markets)

Eric Tuer

Assistant Director (Financial Markets)

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories

404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9

Alexander Fritsche

Senior Regional Representative (Economics)

Ted Mieszkalski

Senior Regional Representative (Currency)

British Columbia and Yukon

200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4

Farid Novin

Senior Regional Representative (Economics)

Lori Rennison

Senior Regional Representative (Economics)

Trevor Frers

Senior Regional Representative (Currency)

New York Office

Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175 U.S.A.

Scott Kinnear

Consul and Senior Representative
for the Bank of Canada

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Ces déséquilibres se sont certes atténués au cours de la récession, les ménages américains ayant comprimé leurs dépenses, tandis que les économies émergentes asiatiques ont vu leur demande intérieure stimulée par une série de mesures énergiques. Toutefois, une amélioration soutenue à moyenne échéance passe non seulement par un assainissement des finances publiques dans le cas des États-Unis et de plusieurs autres pays industrialisés, mais aussi par la croissance de la demande intérieure et un ajustement des taux de change réels, favorisés par les autorités, dans le cas des pays en excédent. Sinon, d'importants déséquilibres pourraient réapparaître, de même que le risque connexe d'une correction désordonnée.

Les risques entourant les perspectives

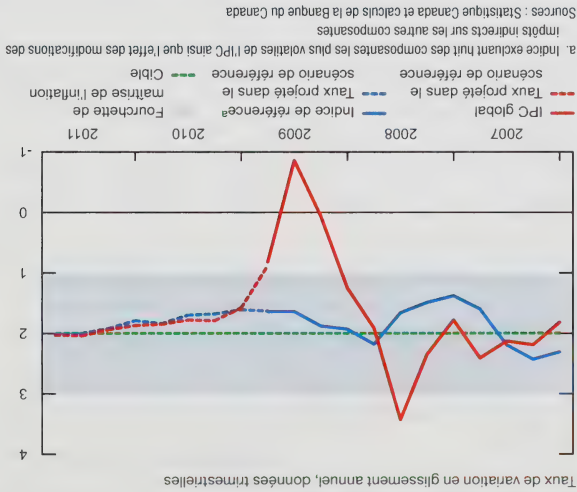
Les principaux risques pesant sur les perspectives en matière d'inflation sont les mêmes que ceux dont faisait état le *Rapport* d'octobre. Les risques demeurent élevés, bien qu'ils aient continué de diminuer progressivement, au fil de la consolidation de la reprise économique à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation sont liés à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'espéré. La Banque s'attend à ce que la reprise soit plus lente qu'à la suite des récessions passées, en raison des effets persistants de la crise financière sur les marchés du crédit et le profil d'épargne des ménages dans bien des économies avancées. Il se peut donc que le raffermissement de la demande mondiale soit plus vigoureux que prévu, et se traduise par une demande extérieure plus forte de produits canadiens. Cette situation pourrait se présenter, par exemple, à la faveur d'une amélioration étonnamment rapide des conditions financières et de la confiance des consommateurs. Il existe également un risque connexe que la demande intérieure au Canada soit plus robuste que projeté.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur persistante du dollar canadien pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé. La croissance repose largement sur les mesures exceptionnelles de détente monétaire et budgétaire qui ont été mises en place partout dans le monde de même que sur les actions extraordinaires qui ont été entreprises à l'appui des systèmes financiers dans de nombreuses économies avancées. La croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, pourrait prendre plus de temps que prévu à se matérialiser.

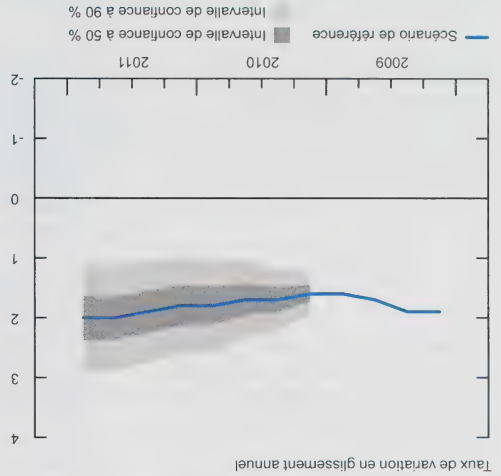
Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble. Cette prépondérance s'explique par le fait que la Banque pourrait procéder à un resserrement monétaire traditionnel dans le cas où les risques à la hausse se concrétiseraient. À l'inverse, si les risques à la baisse se réalisaient, la Banque devrait mettre en œuvre des politiques non traditionnelles, pour lesquelles une prudence accrue s'imposerait.

Graphique 17 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence devraient remonter à 2 % au troisième trimestre de 2011

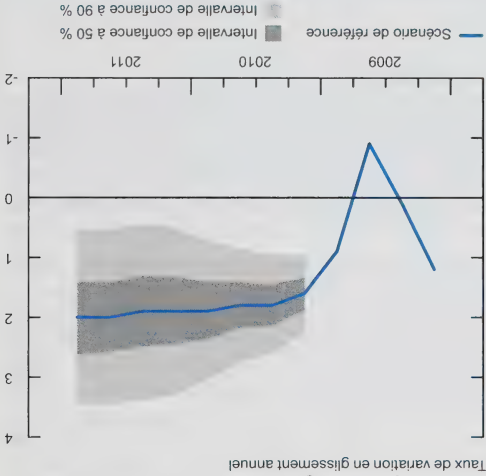


L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 18 et 19** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2010 à la fin de 2011⁶. Ils montrent notamment que les intervalles de confiance autour de la projection de la Banque sont un peu plus larges vers le bas que vers le haut du fait que le taux directeur est fixé à sa valeur plancher.

Graphique 18 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence



Graphique 19 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global



6 On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/pm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf

À mesure que la reprise de l'activité se poursuivra au Canada, l'offre excédentaire se résorbera. L'économie devrait atteindre son plein potentiel au troisième trimestre de 2011, comme prévu dans le *Rapport* d'octobre.

La projection en matière d'inflation

Au Canada, l'inflation mesurée par l'IPC devrait être légèrement plus élevée cette année qu'on ne l'avait escompté dans le *Rapport* d'octobre, étant donné le niveau supérieur aux attentes de l'inflation mesurée par l'indice de référence au quatrième trimestre de l'année dernière (**Tableau 4**).

Tableau 4 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

	2008				2009				2010				2011			
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.			
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	-3,7 (-3,7)	-6,2 (-6,1)	-3,1 (-3,4)	0,4 (2,0)	3,3 (3,3)	3,5 (3,8)	4,3 (3,7)	4,0 (3,5)	3,8 (3,3)	3,8 (3,3)	3,3 (3,3)	2,8 (2,8)	2,2 (2,5)			
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,0 (-2,3)	-2,3 (-3,2)	-3,2 (-3,2)	-3,2 (-2,8)	-1,5 (1,4)	1,0 (1,4)	2,9 (3,2)	3,8 (3,6)	3,9 (3,9)	4,0 (3,5)	3,7 (3,4)	3,4 (3,0)	3,0 (2,2)			
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,7 (1,7)	1,6 (1,4)	1,6 (1,4)	1,7 (1,5)	1,7 (1,5)	1,8 (1,7)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)			
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	1,2 (1,2)	0,1 (0,1)	-0,9 (-0,9)	0,9 (1,0)	1,6 (1,4)	1,8 (1,4)	1,9 (1,6)	1,9 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)			
WTI ^a (niveau)	58 (58)	43 (43)	60 (60)	68 (68)	76 (73)	81 (75)	83 (76)	84 (77)	86 (78)	87 (79)	88 (80)	88 (80)	89 (81)			

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$-U, le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 15 janvier 2010.

En ce qui concerne les coûts, la Banque s'attend à ce que la croissance des salaires, au cours de la période de projection, reste aux niveaux plus modérés observés dernièrement par rapport au premier semestre de 2009.

Le taux de variation de l'indice de référence devrait demeurer relativement constant à court terme, l'effet du récent ralentissement de la progression des salaires étant en bonne partie compensé par celui de la résorption graduelle de l'offre excédentaire. À mesure que l'effet du premier facteur se dissipera, et vu que les attentes d'inflation sont solidement ancrées, le rythme d'accroissement de l'indice de référence devrait augmenter progressivement, pour retourner à 2 % au troisième trimestre de 2011 (**Graphique 17**).

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global suive une trajectoire très similaire à celle du taux d'augmentation de l'indice de référence tout au long de la période de projection, les effets de la majoration des prix de l'essence ayant cessé de se refléter dans les données en décembre dernier^c.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait aussi atteindre de nouveau la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011.

5 Cette projection ne tient pas compte de l'incidence de la taxe de vente harmonisée qui entrera en vigueur en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010. La Banque fournira une estimation de cette incidence dans la livraison d'avril 2010 du *Rapport*. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impts indirects par le passé, la Banque fera abstraction des effets initiaux de la taxe sur les prix aux fins de la politique monétaire.

4 Pour de plus amples renseignements sur le secteur du logement, voir *Le secteur canadien du logement et la récession à l'apogée : une perspective générale*, discours préparé par le sous-gouverneur Timothy Lane à l'intention de la Chartered Financial Analysts Society et prononcé à Edmonton le 11 janvier 2010 (<http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2010/disc1010110.htm>).

On s'attend à ce que l'expansion économique s'enracine plus solidement au cours de la période de projection, la croissance autosuffisante de la demande privée se raffermissant. La contribution des dépenses publiques à la progression de la demande intérieure devrait avoir culminé à quelque 2 points de pourcentage au dernier trimestre de 2009, puis elle devrait diminuer graduellement tout au long de 2010 avant de devenir négative en 2011.

On entrevoit que le volume des exportations continuera de remonter au cours de la période de projection sous l'effet de la croissance de la demande extérieure et de la hausse des prix des produits de base. La progression des exportations devrait être un peu plus forte qu'envisagée en octobre dernier, en raison des perspectives économiques plus favorables aux États-Unis, en particulier dans les secteurs qui revêtent le plus d'importance pour les exportateurs canadiens. La vigueur persistante du dollar canadien et le bas niveau de la demande américaine, en chiffres absolus, continueront cependant de modérer les exportations. Le volume des importations devrait également croître à une bonne cadence, sous l'impulsion du redressement de la demande intérieure, du rebond des exportations et de l'appréciation passée du dollar canadien.

Les investissements fixes des entreprises devraient reprendre en 2010 grâce à l'amélioration des conditions financières et de l'activité économique ainsi qu'au renchérissement des produits de base. Cette augmentation projetée des dépenses d'investissement est conforme aux résultats de la plus récente enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises.

marquée, les investissements dans le logement devraient ralentir tout au long de 2010, la demande refoulée s'estompant et l'accessibilité allant en diminuant*.

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du Rapport sur la politique monétaire.

A titre de rappel :	Revenu intérieur brut réel		Production potentielle	
	2008	2009	2010	2011
PIB	0,4 (0,4)	-2,5 (-2,4)	2,9 (3,0)	3,5 (3,3)
Stocks	-0,3 (-0,3)	-1,2 (-1,2)	0,7 (0,6)	0,9 (0,8)
Total partiel : exportations nettes	-1,8 (-1,8)	0,0 (0,2)	-1,2 (-1,0)	0,3 (-0,1)
Importations	-0,2 (-0,2)	4,4 (4,6)	-3,1 (-2,9)	-1,8 (-2,0)
Exportations	-1,6 (-1,6)	-4,4 (-4,4)	1,9 (1,9)	2,1 (1,9)
Total partiel : demande intérieure finale	2,5 (2,5)	-1,3 (-1,4)	3,4 (3,4)	2,3 (2,6)
Investissements fixes des entreprises	0,0 (0,0)	-1,9 (-1,9)	0,1 (0,1)	0,8 (0,9)
Administrations publiques	1,1 (1,1)	1,0 (1,0)	1,3 (1,3)	-0,3 (-0,3)
Logement	-0,2 (-0,2)	-0,5 (-0,5)	0,3 (0,3)	0,0 (0,1)
Consommation	1,6 (1,6)	0,1 (0,0)	1,7 (1,7)	1,8 (1,9)
	2008	2009	2010	2011

Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

En points de pourcentage*

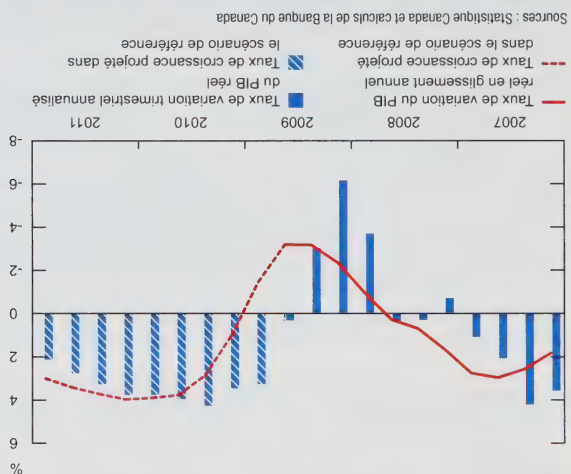
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 96 cents E.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la poursuite de l'amélioration graduelle des conditions du crédit à l'échelle internationale.

L'offre et la demande globales

Les perspectives de l'économie canadienne sont très semblables à celles présentées dans le *Rapport d'octobre*, c'est-à-dire que l'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au troisième trimestre de 2011. Compte tenu de la croissance inférieure aux attentes du PIB réel au troisième trimestre de 2009, la Banque prévoit que l'expansion, à partir du milieu de l'année environ jusqu'au début de 2011, sera légèrement plus forte qu'encompté en octobre (**Graphique 16**). Cette révision à la hausse est liée au raffermissement de l'activité mondiale et concorde avec le point de vue de la Banque selon lequel la poussée des importations au troisième trimestre résulte en partie de facteurs temporaires. La Banque estime maintenant que l'économie progressera, en moyenne annuelle, de 2,9 % cette année et de 3,5 % en 2011, après s'être contractée d'environ 2,5 % en 2009 (**Tableau 3**).

Graphique 16 : La croissance du PIB réel devrait s'accélérer en 2010



Les dépenses de consommation devraient s'accroître vivement tout au long de la période de projection, soutenues par le regain de confiance des consommateurs, l'augmentation de la richesse, les mesures de relance monétaire et le redressement de la croissance du revenu du travail. On s'attend à ce que le taux d'épargne des particuliers commence à redescendre à mesure que les ménages réduiront leur épargne de précaution par rapport au niveau observé durant la récession. Après avoir enregistré une hausse

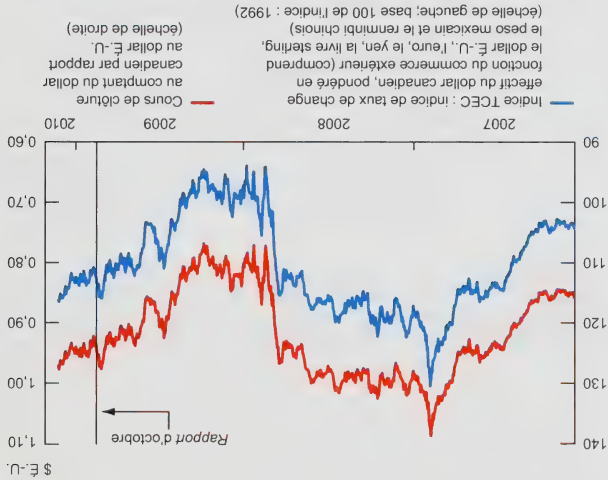
Le taux de change

L'expansion des agrégats monétaires au sens étroit s'est poursuivie à un rythme vigoureux, et tient au désir des ménages et des firmes de conserver des actifs liquides jusqu'à ce que la reprise soit clairement confirmée. Dans la période de trois mois s'étant achevée en novembre, l'agrégat au sens étroit M1+ a progressé à un taux annualisé de 15,5 %, tandis que l'agrégat au sens large M2++ a crû de 6,6 %. La Banque prévoit que l'accroissement des encaisses monétaires au sens étroit diminuera au fil du temps, à mesure que la conjoncture économique s'améliorera.

Depuis la publication du *Rapport d'octobre*, le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette allant d'environ 92 à 98 cents E.-U. Son cours moyen durant cette période s'est établi aux alentours de 96 cents E.-U. (Graphique 15), soit le chiffre postulé dans le *Rapport d'octobre*.

Graphique 15 : Le taux de change du dollar canadien s'est établi en moyenne autour de 96 cents E.-U. depuis la parution du *Rapport d'octobre*

Données quotidiennes



Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Les mesures d'intervention

Les politiques canadiennes en matière monétaire et budgétaire ont continué de fournir l'impulsion nécessaire à l'économie. Le 8 décembre 2009 et le 19 janvier 2010, la Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 1/4 % — ce qui correspond à la valeur plancher de ce taux — et a trimesstre de 2010, sous réserve des perspectives concernant l'inflation.

Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises

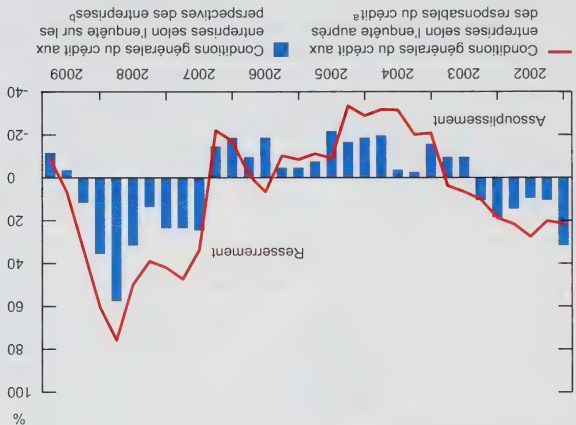
En pourcentage

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux effectif variable	Taux hypothécaire	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme de sociétés
31 juillet 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 octobre 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
6 décembre 2007	4,25	6,00	5,40	7,37	4,70	5,36
24 janvier 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,22
17 juillet 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 octobre 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
11 décembre 2008	1,50	3,50	4,50	6,73	1,77	6,04
22 janvier 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90
5 mars 2009	0,50	2,50	3,30	5,74	0,69	5,86
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46	5,32
8 juin 2009	0,25	2,25	2,85	5,52	0,43	4,83
23 juillet 2009	0,25	2,25	2,65	5,85	0,44	4,54
14 septembre 2009	0,25	2,25	2,45	5,50	0,43	4,08
22 octobre 2009	0,25	2,25	2,25	5,80	0,43	4,06
10 décembre 2009	0,25	2,25	2,15	5,49	0,44	3,89
15 janvier 2010	0,25	2,25	2,05	5,49	0,44	3,80

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

Graphique 14 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions de prêt aux entreprises non financières canadiennes ont commencé à s'améliorer

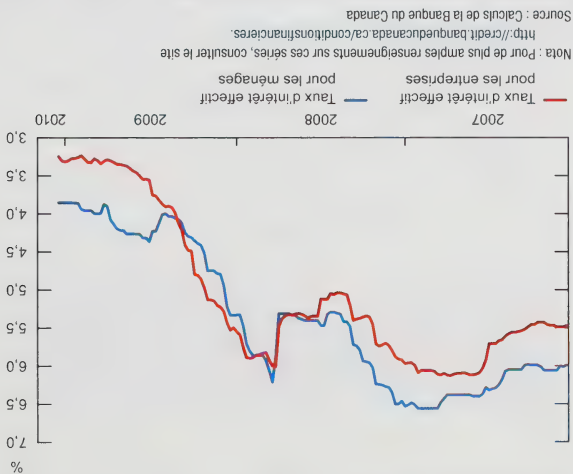
Soide des opinions



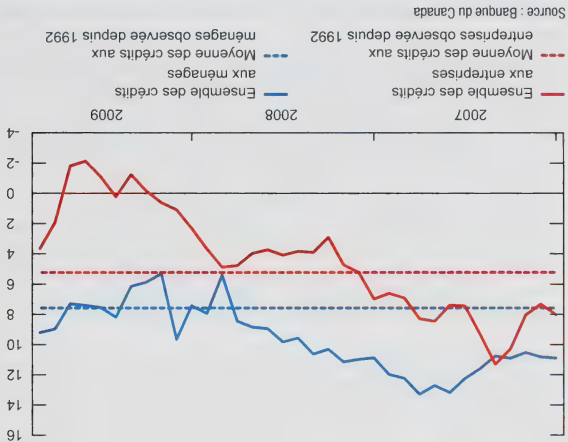
a. Différence entre le pourcentage pondéré des opinions allant dans le sens d'un resserrement et le pourcentage pondéré des opinions allant dans le sens d'un assouplissement
b. Pourcentage des entreprises qui ont déclaré un resserrement diminué du pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

Graphique 12 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent très bas
Données hebdomadaires



Graphique 13 : Le crédit aux ménages continue de progresser à un rythme vigoureux et le crédit aux entreprises à croître
Taux de variation sur trois mois annués



Le crédit aux entreprises s'est remis à croître, à la faveur d'une augmentation des sources de crédit sur les marchés (Graphique 13). Après une phase de contraction amorcée au deuxième trimestre, l'ensemble du crédit aux entreprises a progressé de 3,7 % (en rythme annuel) au cours de la période de trois mois terminée en novembre. Le crédit bancaire aux entreprises a continué de reculer vivement depuis la sortie du *Rapport* d'octobre, par suite à la fois de l'amélioration de la capacité des firmes à obtenir du financement sur les marchés de capitaux et d'un nouveau resserrément des conditions de prêt auxquelles sont confrontées certaines petites entreprises.

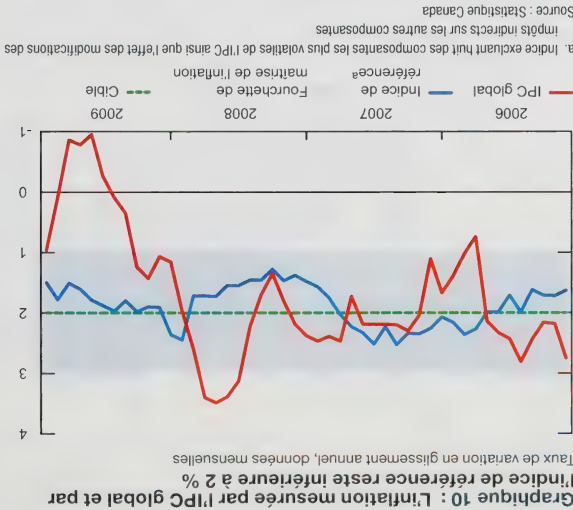
d'octobre.
depuis la publication du Rapport
dans l'ensemble, relativement stables
du crédit au Canada sont demeurées,
conditions financières et les conditions
Après s'être nettement redressées, les

Les conditions financières au Canada

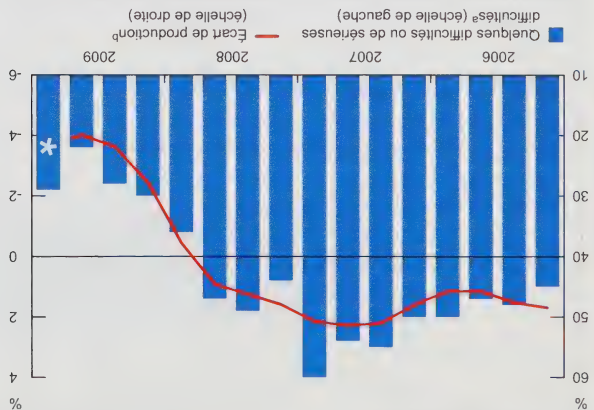
En raison des effets escomptés de l'accroissement sur douze mois des cours de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'IPC global, les indicateurs de l'inflation ont continué de se rapprocher de la cible de 2 % dans les derniers mois. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, l'IPC global devrait gagner 1,7 % en 2010. Les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises continuent de montrer que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation que s'est donnée la Banque. Les mesures des attentes d'inflation qui se fondent sur le marché se situent à l'intérieur de la fourchette observée par le passé, une fois les effets de liquidité pris en considération. Compte tenu, entre autres, de ces éléments d'information, la Banque juge que les attentes d'inflation à moyen et à long terme restent solidement ancrées à la cible d'inflation de 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 1,5 % en novembre, ce pourcentage légèrement supérieur aux pronostics ces derniers mois s'explique en partie par la montée plus importante qu'anticipée des impôts fonciers et de certains prix réglementés. Malgré l'ampleur de l'offre excédentaire au sein de l'économie, le taux d'augmentation de l'indice de référence s'est maintenu très près de 2 % depuis le début de l'année. Cette rigidité est vraisemblablement liée au fait que la croissance des salaires était demeurée élevée par rapport à la tendance sous-jacente de la productivité. Vu la décelération de la croissance des salaires ces derniers mois, l'écart entre les deux a commencé à se réduire.

prognostics ces derniers mois.
rence a été légèrement supérieure aux
L'inflation mesurée par l'indice de réfé-



Graphique 8 : L'économie canadienne affiche une offre excédentaire considérable



- Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sévères difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2009, indiquée par l'étoile, se fonde sur une augmentation prévue de la production de 3,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Graphique 9 : Le marché du travail semble avoir cessé de se détériorer



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC global est devenue positive au dernier trimestre de 2009, comme la Banque l'entrevoit dans le Rapport d'octobre, sous l'influence de la hausse en glissement annuel des cours de l'énergie. Le taux de variation sur douze mois de l'IPC global a rebondi pour s'établir à 1,0 % en novembre (comparativement au creux de -0,9 % qu'il avait touché durant l'été) (Graphique 10), et l'on s'attend à ce qu'il se soit de nouveau accru en décembre.

L'inflation mesurée par l'IPC global est devenue positive au dernier trimestre de 2009, comme prévu.

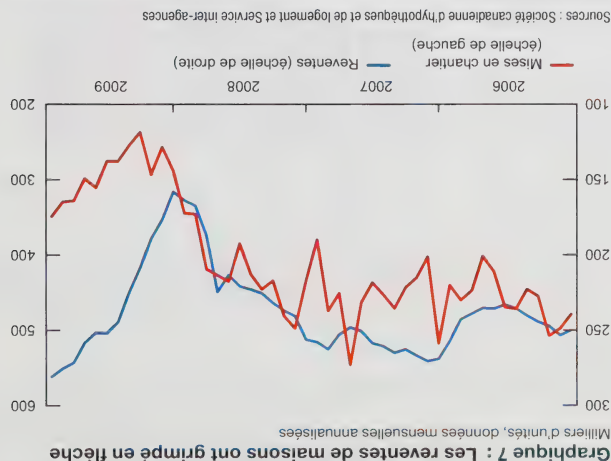
La Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production et pris en compte la faiblesse de la production potentielle associée à la restructuration actuelle de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009.

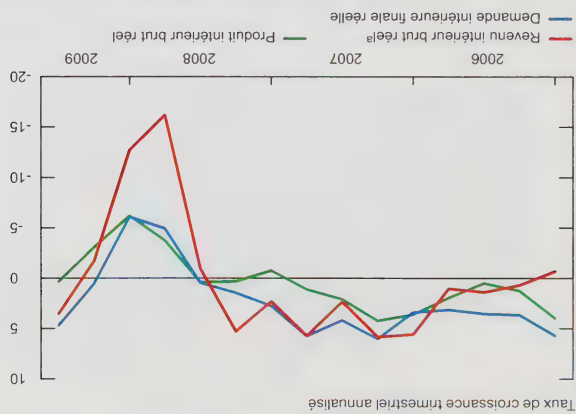
Des indicateurs récents portent à croire que le marché canadien du travail a cessé de se détériorer, en cohérence avec le retour du PIB sur une trajectoire ascendante. Le niveau de l'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées semblaient tous deux avoir touché un plancher à l'été (Graphique 9) et le taux de chômage est demeuré aux alentours de 8,5 %. La fragilité persistante du marché du travail n'en ressort pas moins avec évidence des résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises publiés cet hiver : le pourcentage des firmes faisant état de pénuries de main-d'œuvre a accusé un nouveau recul et est tombé à son plus bas depuis les débuts de l'enquête, en 1998.

En raison de la croissance plus basse qu'anticipé du PIB, la marge de capacité inutilisées au sein de l'économie canadienne au troisième trimestre a dépassé le chiffre avancé dans le *Rapport* d'octobre. On s'attend à ce que l'offre excédentaire ait amorcé une contraction au quatrième trimestre, sous l'effet de la progression de l'activité. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production semble indiquer que l'économie tournait à un niveau inférieur de 3,7 % à son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009 (Graphique 8). Lorsqu'elle évalue les capacités inutilisées, la Banque tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, puisqu'une grande incertitude entoure les estimations de la production potentielle, surtout au sortir d'une récession profonde. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver (<http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2010/hiver/bos0110f.pdf>), la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande a légèrement augmenté, mais il faut rappeler qu'elle était très faible auparavant.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie



Graphique 6 : La demande intérieure finale et le revenu intérieur brut réel au Canada ont connu une forte augmentation au troisième trimestre de 2009



a. Le revenu intérieur brut réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.
Source : Statistique Canada

ont de nouveau réduit leurs stocks, ce qui a fait reculer le ratio stocks/ventes. Les exportations nettes ont bridé la croissance de façon prononcée et plus marquée que prévu. À 36 % (en rythme annualisé), la montée des importations a été exceptionnellement élevée, même une fois pris en compte le bond de l'investissement et l'appréciation du dollar canadien.

On s'attend à ce que la cadence de l'expansion économique au Canada se soit accélérée au dernier trimestre de 2009 pour atteindre 3,3 %, en raison de l'augmentation toujours rapide de la demande intérieure finale et des exportations et du ralentissement de celle des importations¹. Les dépenses des ménages et de l'État devraient contribuer à la vigueur soutenue de la demande intérieure finale, alors que l'investissement des entreprises devrait avoir subi une correction temporaire. Les indicateurs récents donnent à penser que les investissements dans le secteur résidentiel ont connu une autre hausse substantielle grâce au dynamisme du marché de la vente (Graphique 7). Les prix sur ce marché se sont sensiblement élevés, vu le regain de confiance des consommateurs et l'amélioration de l'accessibilité à la propriété, attribuable à la faiblesse sans précédent des taux hypothécaires. Le nombre de mises en chantier a également remonté et se rapproche ainsi d'un niveau compatible avec les besoins démographiques.

Dans la livraison d'octobre du *Rapport*, la Banque a réexaminé ses hypothèses concernant la productivité tendancielle du travail et la mesure tendancielle du facteur travail et conclu au maintien de la validité du scénario exposé dans le *Rapport* d'avril quant à l'évolution de la production potentielle². La Banque prévoit que le taux d'expansion de la production potentielle, après avoir touché un creux de 1,2 % en 2009, remontera à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

On s'attend à ce que la cadence de l'expansion économique au Canada se soit accélérée au dernier trimestre de 2009 pour atteindre 3,3 %.

La Banque prévoit que le taux d'expansion de la production potentielle, après avoir touché un creux de 1,2 % en 2009, remontera à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

1 La projection de la Banque pour le quatrième trimestre ne tient pas compte de l'incidence éventuelle de l'absentéisme causé par la grippe H1N1.
2 Pour un complément d'information sur les hypothèses de la Banque touchant la production potentielle, voir la Note technique 3 du *Rapport* d'octobre.

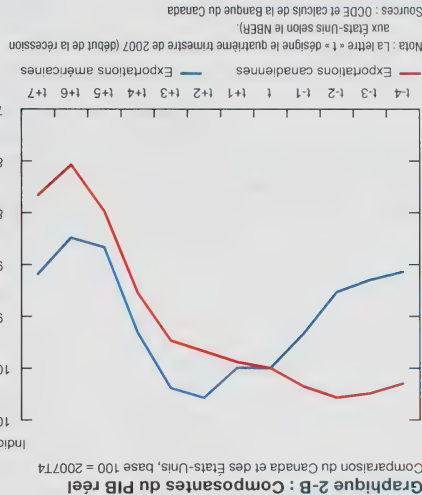
Quelle a été la gravité du ralentissement au Canada par rapport à ce qui a été observé ailleurs?

L'économie mondiale se remet du ralentissement le plus

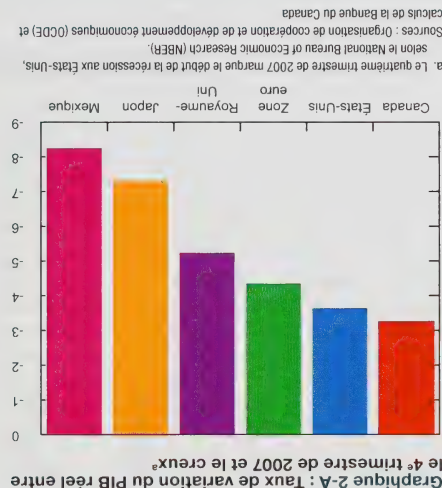
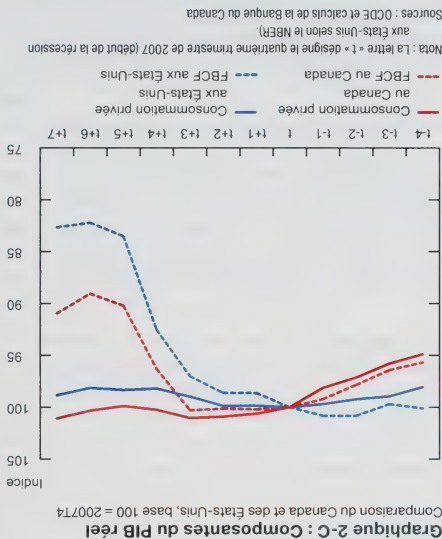
prononcé et le plus synchronisé jamais vu depuis les années 1930. Le Canada a moins souffert que quantité d'autres pays, grâce en partie à son système bancaire robuste, aux bilans relativement solides des ménages et des sociétés aussi bien qu'à la rapidité et à l'ampleur de la riposte des autorités monétaires.

La comparaison de l'expérience du Canada à celle d'autres économies importantes révèle que son PIB réel a moins régressé (soit de 3,3 % au total) que celui de la plupart des pays (Graphique 2-A).

Cela dit, le recul de la production au Canada n'a été que légèrement inférieur à celui enregistré aux États-Unis, son premier partenaire commercial. L'anémie de l'économie américaine a nul démesurément aux exportations canadiennes. La mesure de l'activité américaine que calcule la Banque sur la base des échanges a baissé de 22 %, principalement en raison des difficultés des secteurs de l'automobile et du logement, tandis que le PIB américain s'est replié de 3,7 % seulement¹. Les exportations du Canada ont dégringolé de près de 20 %, contre 12 % pour celles des États-Unis (Graphique 2-B). La tenue relativement bonne de l'économie canadienne en dépit de ce choc commercial témoigne de la résilience de la demande intérieure des ménages. En effet, la consommation privée a à peine fléchi au Canada, alors qu'elle a baissé de 1,9 %



- 1 La Note technique 2 de la livraison de juillet 2009 du *Rapport sur la politique monétaire* offre des précisions sur l'indice de l'activité américaine utilisé par la Banque.
- 2 La FBCF englobe les investissements dans le secteur résidentiel et les entreprises (machines et matériel, bâtiments et ouvrages de génie) de même que les investissements des administrations publiques.



aux États-Unis (Graphique 2-C). De façon comparable, la formation brute de capital fixe (FBCF) a diminué environ deux fois plus dans ce pays qu'au Canada².

On s'attend à ce que la reprise au Canada se déroule essentiellement selon le pronostic exposé dans le *Rapport* d'octobre, c'est-à-dire que l'économie devrait retrouver son plein potentiel au troisième trimestre de 2011. Alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée légèrement supérieure aux projections ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global est remontée comme prévu. La rigidité de l'inflation mesurée par l'indice de référence depuis le début de 2009 est vraisemblablement liée à la résilience qu'affiche la croissance des salaires. Puisque cette dernière devrait demeurer aux niveaux plus modérés observés récemment, et que l'offre excédentaire se résorbe graduellement, tant le taux d'augmentation de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient retourner à 2 % au troisième trimestre de 2011.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

Bien que le PIB réel du Canada se soit contracté pendant trois trimestres consécutifs, le ralentissement a eu moins d'ampleur que dans les autres grandes économies avancées. La demande intérieure, notamment, a beaucoup mieux résisté qu'ailleurs grâce à la solidité du système bancaire canadien, à la santé financière relativement bonne des interventions de sociétés, de même qu'à la rapidité et à l'envergure des interventions de politique monétaire. Il n'en reste pas moins que le pays a traversé une grave récession, imputable en grande partie au repli accusé par les secteurs de l'économie américaine qui revêtent une importance particulière pour les exportations canadiennes, tels que ceux de l'automobile et du logement

(Note technique 2).

Renouant avec la croissance économique au troisième trimestre de 2009, le Canada a vu son PIB réel gagner un maigre 0,4 % (en chiffres annuialisés), rythme inférieur à ce qui était avancé dans la projection d'octobre. La vive remontée de la demande intérieure et la relance des exportations ont été neutralisées principalement par une poussée étonnamment forte des importations. Le revenu intérieur brut réel s'est cependant accru sensiblement, sous l'influence de l'amélioration des termes de l'échange du Canada

(Graphique 6)

Au troisième trimestre, la demande intérieure finale a enregistré une hausse généralisée et supérieure aux prévisions. Les dépenses de l'État ont contribué encore davantage à la croissance, et celles des ménages ont poursuivi leur redressement. Un gonflement inattendu de l'investissement en machines et matériel a également concouru au relèvement de la demande intérieure. Dans l'ensemble, les ventes ont nettement rebondi, et les firmes

Renouant avec la croissance économique au troisième trimestre de 2009, le Canada a vu son PIB réel gagner un maigre 0,4 %.

On s'attend à ce que la reprise au Canada se déroule essentiellement selon le pronostic exposé dans le Rapport d'octobre.

La réduction des déséquilibres mondiaux

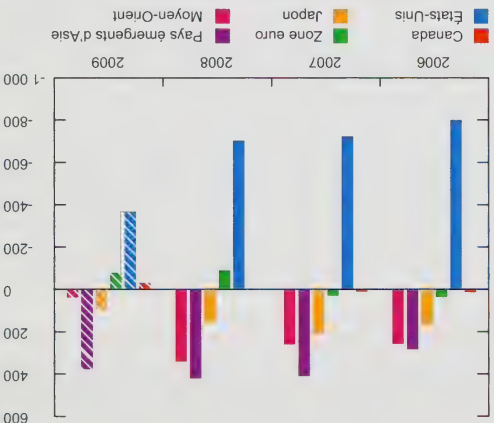
Note technique 1

Les déséquilibres des paiements courants des principales régions du monde se sont atténués au cours de la récente récession à la faveur de différents facteurs, les uns temporaires et les autres plus durables (Graphique 1-A et Graphique 1-B). Les facteurs cycliques englobent notamment une contraction de la demande intérieure plus forte aux États-Unis que chez leurs principaux partenaires commerciaux et le recul prononcé des prix du pétrole. Le déficit de la balance courante américaine devrait se creuser à brève échéance sous l'effet conjugué de la reprise aux États-Unis et du renchérissement de l'énergie. À moyen terme, il devrait évoluer graduellement vers un niveau (2,5 % du PIB environ) viable à un horizon plus lointain¹. Cette amélioration aura pour contrepartie une baisse marquée des excédents des pays émergents d'Asie et, dans une moindre mesure, de ceux de l'Europe et du Japon, et elle devrait s'accompagner d'une augmentation des excédents des pays exportateurs de pétrole.

Le redressement de la situation à moyen terme nécessitera des modifications des comportements et des ajustements sur le plan des politiques. Il faudra entre autres que : 1) les finances publiques s'assainissent durablement aux États-Unis et dans plusieurs autres pays avancés; 2) la hausse du taux d'épargne des ménages américains soit conforme à celle intégrée dans le scénario de référence de la Banque; 3) les autorités de la Chine et des autres grandes économies émergentes stimulent davantage leur demande intérieure; 4) les monnaies des pays ayant une balance courante excédentaire s'apprécient en termes réels – sans quoi la possibilité d'un retour aux importants déséquilibres du passé ne peut être écartée.

1 Ce scénario a été élaboré à partir de BOC-GEM-FIN, l'un des modèles de l'économie mondiale qu'utilise la Banque. On trouvera des précisions à ce sujet dans une étude de Beaton, de Resende, L'atlande et Snudden qui paraîtra dans la collection des documents d'analyse de l'institution.

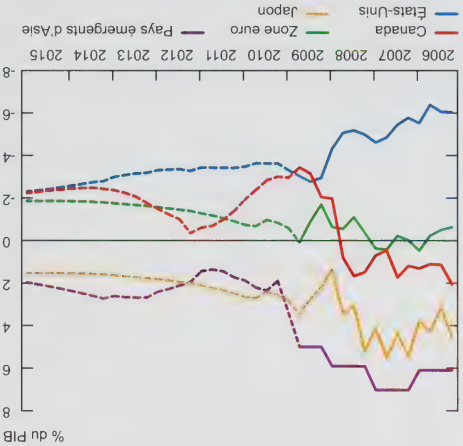
Graphique 1-A : Solde des balances courantes



Données annuelles, en milliards de dollars É.-U.

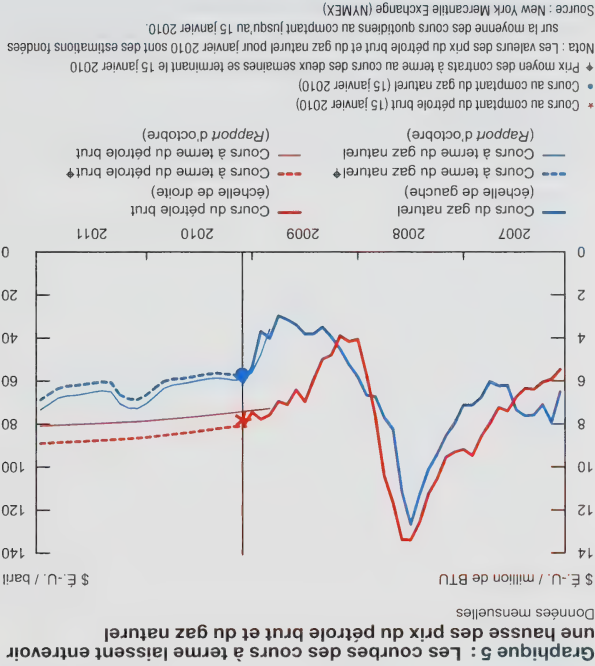
Nota : Les chiffres indiqués pour 2009 sont des estimations. Source : Fonds monétaire international, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2009

Graphique 1-B : Solde projeté des balances courantes



Nota : Données historiques jusqu'au troisième trimestre de 2009; le trait discontinu indique la valeur projetée du solde, calculée au moyen de BOC-GEM-FIN. Source : Estimations de la Banque du Canada

La Banque prévoit que l'expansion de l'économie mondiale s'accélénera ces deux prochaines années, mais que le rythme de la reprise dans les pays avancés sera modéré. Il faudra du temps avant que les ménages et les banques n'assainissent leurs bilans et que les conditions financières ne reviennent à la normale. À court terme, la croissance de la production réelle reposera largement sur la détente monétaire et budgétaire passée et actuelle. Même si les déséquilibres des balances courantes à l'échelle internationale se sont atténués au cours de la récession, on peut s'attendre à ce qu'ils s'amplifient quelque peu, à mesure que les économies renouent avec la croissance et que les cours des produits de base se raffermissent. De nouveaux correctifs s'imposeront à moyen terme afin que la croissance mondiale soit vigoureuse, mais aussi durable et équilibrée (*Note technique 1*).



monétaire et budgétaire expansionnistes ainsi que par la vigueur de la demande asiatique de produits japonais, mais elle devrait rester modeste en 2010 et 2011, du fait du chômage élevé et de la faible progression des salaires. De plus, le niveau élevé des capacités excédentaires va probablement limiter les investissements des entreprises.

On s'attend à ce que l'économie chinoise s'accroisse de plus de 9 % l'an prochain et l'année suivante, la part des investissements et de la consommation privée gagnant en importance, tandis que les subventions, les investissements publics ainsi que les exportations joueront un moins grand rôle. Par conséquent, la demande intérieure devrait contribuer davantage à la croissance en Chine que dans le passé et aider à atténuer les déséquilibres monétaires et du raffermissement de la demande de matières premières en Chine, ce qui favorisera davantage la reprise mondiale.

Après avoir reculé de plus de 30 % en glissement annuel en 2009, les prix des produits de base devraient augmenter pendant les deux années qui viennent, à mesure que la reprise s'enracinera à l'échelle du globe. À en juger par les marchés des contrats à terme, les cours du pétrole devraient grimper à quelque 88 dollars américains le baril en 2011 (**Graphique 5**). La Banque estime que les prix des produits non énergétiques s'accroîtront d'environ 10 % en 2010 et en 2011.

Les prix des produits de base devraient augmenter à mesure que la reprise s'enracinera à l'échelle du globe.

On s'attend à ce que l'économie chinoise s'accroisse de plus de 9 % l'an prochain et l'année suivante.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)				
	2008	2009	2010	2011	
États-Unis	21	0,4 (0,4)	-2,5 (-2,5)	2,5 (1,8)	3,9 (3,8)
Zone euro	16	0,5 (0,5)	-3,9 (-3,9)	1,2 (0,9)	2,1 (2,4)
Japon	7	-1,2 (-0,7)	-5,3 (-5,7)	1,9 (1,7)	2,0 (2,5)
Chine	11	9,1 (9,1)	8,3 (8,1)	9,3 (8,9)	9,2 (8,9)
Autres pays	45	4,0 (3,9)	-2,0 (-2,1)	4,0 (3,3)	4,0 (3,7)
Ensemble du monde	100	2,9 (2,9)	-1,5 (-1,6)	3,7 (3,1)	4,1 (4,0)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*

Source : Banque du Canada

secteur privé dans les pays avancés devrait néanmoins rester relativement faible, en raison de l'assainissement des bilans des ménages et de la restriction des entreprises qui s'imposent, ainsi que de l'arrivée à terme des mesures provisoires de relance budgétaire et de la poursuite par les intermédiaires financiers de stratégies de prêt prudentes afin de reconstituer leurs capitaux.

Aux États-Unis, la croissance en 2010 et 2011 devrait être légèrement plus forte qu'escompté précédemment, en raison d'une progression de la consommation et des exportations plus vigoureuse que prévu et de l'adoption de nouvelles mesures de relance budgétaire. Cependant, on s'attend encore à ce que le redressement de la demande intérieure en 2010 soit relativement faible, la croissance escomptée étant en grande partie attribuable aux mesures de relance budgétaire et monétaire qui ont été prises dans le passé et à celles qui sont en cours. Les dépenses de consommation ne progresseront pas autant que lors des reprises précédentes, puisque les ménages doivent encore reconstituer leur richesse et qu'ils pourraient être confrontés à un accès limité au crédit. Le taux d'épargne des ménages devrait passer à plus de 6 % au cours des deux prochaines années (à partir d'un creux de 1,2 % au premier trimestre de 2008). La progression des investissements des entreprises dans l'immobilier commercial va probablement rester faible compte tenu de la hausse des taux d'occupation et de la chute des prix des propriétés. On prévoit que les exportations augmenteront sensiblement, à la faveur d'un repli de la devise américaine et d'une reprise plus rapide que prévu dans les économies d'outre-mer. La croissance plus forte de la productivité et les coûts unitaires de main-d'œuvre plus bas ont également rendu les biens américains davantage concurrentiels. Toutefois, les exportations nettes ne devraient contribuer positivement à l'expansion du PIB qu'au second semestre de 2010, car les importations redémarreront aussi avec force par suite du redressement de la demande intérieure.

En 2010, l'expansion économique dans la zone euro devrait s'avérer un peu plus solide qu'escompté précédemment, grâce à la croissance plus élevée des exportations et à une légère amélioration des perspectives concernant les marchés du travail. La confiance des consommateurs s'est également renforcée, et les réductions d'impôt proposées en Allemagne pourraient apporter un soutien additionnel à court terme. Cependant, les craintes d'un futur resserrement budgétaire et d'une limitation possible de l'offre de crédit bancaire dans la zone euro pourraient freiner l'expansion au cours des périodes à venir. La croissance au Japon est soutenue par des politiques

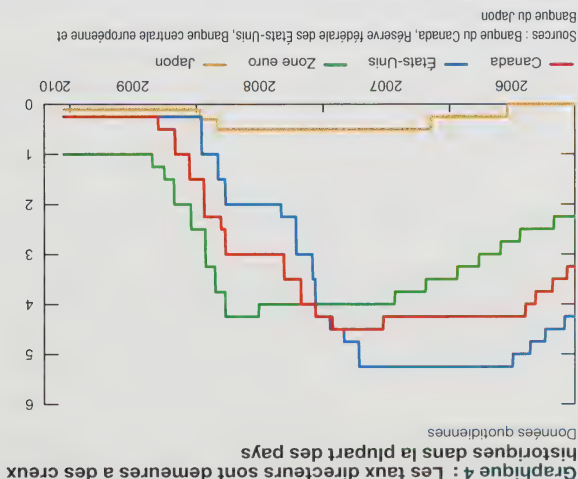
La croissance aux États-Unis en 2010 et 2011 devrait être légèrement plus forte qu'escompté en octobre.

Les indicateurs récents montrent que les perspectives de croissance économique à l'échelle du globe en 2010 sont plus favorables qu'on ne le prévoyait antérieurement.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Aux États-Unis, les taux hypothécaires restent près de leurs creux historiques grâce aux achats ciblés effectués par les banques centrales. Les améliorations sur le marché des prêts hypothécaires non conformes aux normes habituelles ont été plus modestes cependant, et le fonctionnement des marchés des instruments titrisés est toujours entravé, les mesures prises par les pouvoirs publics continuant de procurer un soutien important. Malgré l'amenouissement des écarts et les taux d'intérêt généralement bas observés dans de nombreux pays, le crédit aux ménages et aux entreprises, particulièrement les PME, demeure limité, ce qui reflète l'effet sur les fonds propres des banques des pertes sur prêts passées et anticipées de même que l'incertitude quant aux répercussions des réformes réglementaires sur les exigences de fonds propres et de liquidité auxquelles les banques seront soumises.

Les rendements des obligations d'État à long terme se sont élevés depuis la parution du dernier *Rapport*, à la faveur des perspectives économiques plus positives. De fait, certains pays ont commencé à relever les taux d'intérêt et à mettre fin aux mesures non traditionnelles en prévision d'un renforcement de la croissance et de l'apparition de pressions sur les prix. Des événements récents ont aussi attiré l'attention des marchés sur le risque potentiel associé au crédit souverain lié à la hausse des niveaux d'endettement dans un certain nombre de pays.



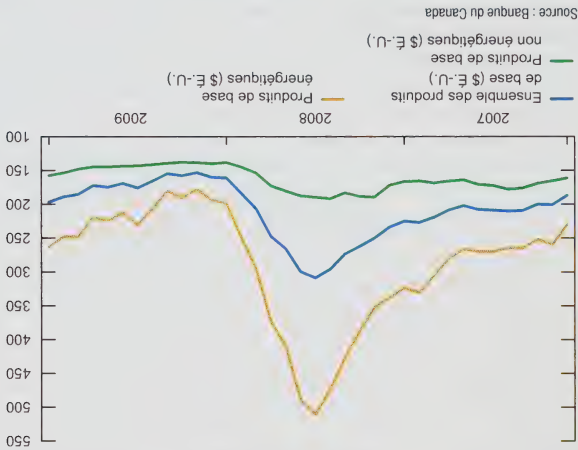
Les indicateurs récents montrent que les perspectives de croissance économique à l'échelle du globe en 2010 sont plus favorables qu'on ne le prévoyait antérieurement (Tableau 1). La Banque s'attend maintenant à ce que l'économie mondiale progresse de 3,7 % en 2010 et de 4,1 % en 2011. Bien qu'elle soit soutenue, la reprise projetée est relativement graduelle, compte tenu de l'ampleur de la récession. La révision des perspectives pour 2010 reflète la poursuite de l'amélioration des conditions financières internationales, la hausse de la croissance dans les pays émergents d'Asie et l'adoption de nouveaux programmes budgétaires visant à stimuler la demande intérieure au sein des économies avancées. Le raffermissement de la demande du

leur production industrielle s'accroître pour la première fois depuis le premier trimestre de 2008. Bien que la reprise soit toujours limitée au Japon, la confiance des entreprises et les profits des sociétés ont crû récemment, à la faveur de la vigueur de la demande d'exportations.

Les données du troisième trimestre sur le PIB en Chine font état d'une progression de 8,9 % en glissement annuel, favorisée par la robustesse des ventes de biens durables, la croissance des investissements dans le logement et la hausse des exportations, les importations mesurent de relance budgétaire et les politiques monétaire et de crédit expansionnistes faisant encore sentir leurs effets. De nouvelles préoccupations au sujet de la possibilité d'une surchauffe en Chine ont incité les autorités à resserrer quelque peu les conditions du crédit afin d'atténuer les pressions inflationnistes.

L'indice des produits de base de la Banque a connu une légère hausse par rapport au niveau observé au moment de la parution du *Rapport d'octobre*, du fait de la montée des cours du gaz naturel ainsi que du renchérissement des produits non énergétiques provoqué par la demande plus forte que prévu des pays émergents d'Asie (Graphique 3).

Graphique 3 : Les prix des produits de base ont augmenté depuis la parution du Rapport sur la politique monétaire d'octobre



L'évolution des marchés financiers mondiaux

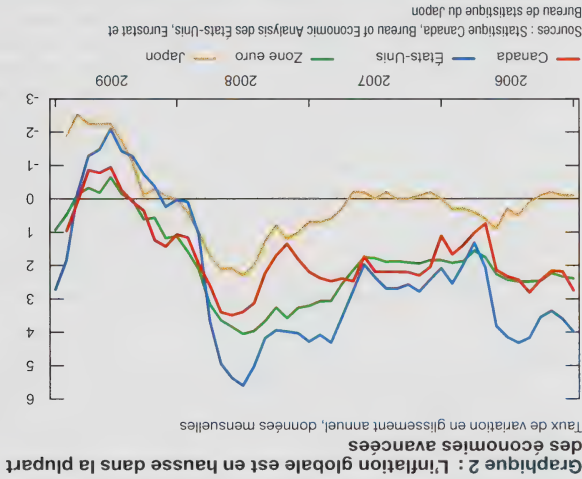
L'amélioration des conditions financières au sein des économies avancées a contribué à la reprise naissante à l'échelle internationale. Les marchés boursiers ont nettement remonté la pente au cours des trois derniers trimestres, et les entreprises ont bénéficié d'un meilleur accès aux marchés de capitaux, l'émission d'obligations de sociétés dans le monde ayant atteint des niveaux records. Les coûts d'emprunt demeurent également bas à la faveur du rétrécissement continu des écarts de crédit. Les profits et les capitaux propres des banques se sont généralement accrus à l'échelle du globe. Parmi les facteurs qui sous-tendent ces améliorations, notons les taux d'intérêt officiels historiquement bas maintenus par tous les grands pays (Graphique 4).

L'amélioration des conditions financières au sein des économies avancées a contribué à la reprise naissante à l'échelle internationale.

L'activité progresse à un rythme rapide dans les pays émergents, en particulier en Chine.

par un accroissement plus marqué qu'anticipé du patrimoine financier, et le raffermissement de la croissance dans le reste du monde, en particulier dans les pays émergents d'Asie, a contribué à dynamiser les exportations. La Banque juge que le taux de croissance aux États-Unis au quatrième trimestre s'est hissé à 4,6 %, grâce principalement à un important apport des stocks, à la poursuite de la progression vigoureuse des exportations et à une amélioration constante au chapitre de la construction résidentielle. On estime aussi que la production de véhicules automobiles a augmenté plus rapidement que prévu précédemment.

Même si, à 1,7 %, la croissance du PIB dans la zone euro a été un peu plus faible que ce à quoi on s'attendait au troisième trimestre, des indicateurs donnent à penser que la reprise s'enracine plus solidement. Les trois plus grosses économies, à savoir l'Allemagne, la France et l'Italie, ont toutes vu



L'évolution récente

La reprise économique est amorcée à l'échelle du globe. Elle est alimentée par l'amélioration soutenue des conditions financières et une croissance plus vigoureuse de la demande intérieure dans de nombreux pays émergents. L'évolution économique et financière mondiale a été légèrement plus favorable qu'on ne l'entrevoyait en octobre. L'évolution économique et financière mondiale a été légèrement plus favorable qu'on ne l'entrevoyait en octobre.

Le redressement de l'activité économique internationale, qui a débuté au deuxième trimestre de 2009, se poursuit, conformément à la projection relative à la croissance présentée dans le *Rapport* d'octobre. L'activité progresse à un rythme rapide dans les pays émergents, en particulier en Chine, et la reprise a maintenu le gain de la zone euro ayant enregistré une croissance positive de leur production au troisième trimestre (**Graphique 1**). Bien que les taux de chômage demeurent élevés dans la plupart des grandes économies avancées, des signes indiquent que le rythme de la détérioration des conditions sur les marchés du travail a commencé à ralentir. Les indices des directeurs des achats ont affiché une hausse dans toutes les grandes régions et se situent maintenant à des niveaux compatibles avec l'expansion économique. Compte tenu des importants écarts de production et de l'absence de tensions salariales, l'inflation tendancielle est demeurée limitée dans les grandes économies. Les taux d'inflation cités dans les manchettes ont toutefois remonté, la dégringolade des cours de l'énergie par rapport à 2008 n'exerçant plus de pression à la baisse sur l'inflation mesurée

La reprise a maintenant gagné la plupart des économies avancées.

Les autorités monétaires des pays avancés continuent à soutenir fortement la reprise et, ainsi, à favoriser l'amélioration graduelle des conditions financières. En outre, les programmes gouvernementaux visant à stopper le recul de l'activité économique et à stimuler la relance semblent avoir été mieux ciblés et plus efficaces que prévu. Un certain nombre de secteurs, surtout ceux de l'automobile et du logement, ont bénéficié de ces programmes. L'économie américaine a commencé à se redresser au troisième trimestre de 2009 et a affiché une expansion de 2,2 %. La consommation a été soutenue

peut que le raffermissement de la demande mondiale soit plus vigoureux que prévu, et se traduise par une demande extérieure plus forte de produits canadiens, il existe également un risque connexe que la demande intérieure au Canada soit plus robuste que projeté.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur persistante du dollar canadien pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

Le 8 décembre 2009 et le 19 janvier 2010, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau actuel de 1/4 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2009.

La reprise économique est amorcée à l'échelle du globe. Elle est alimentée par l'amélioration soutenue des conditions financières et la croissance plus vigoureuse de la demande intérieure dans de nombreux pays émergents. Même si les perspectives de croissance économique dans le monde pour 2010 et 2011 sont un peu plus fortes que la Banque ne l'entrevoit dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, la reprise continue de reposer sur les mesures exceptionnelles de détente monétaire et budgétaire de même que sur les actions extraordinaires entreprises à l'appui des systèmes financiers.

Le Canada a renoué avec la croissance économique au troisième trimestre de 2009, et celle-ci devrait avoir poursuivi son accélération au quatrième. L'inflation mesurée par l'IPC global est devenue positive au quatrième trimestre et l'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement supérieure aux pronostics au cours des derniers mois. Néanmoins, une offre excédentaire substantielle persiste, et la Banque est d'avis que l'économie fonctionnerait à environ 3 1/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009. On s'attend à ce que la relance de l'économie canadienne se déroule essentiellement selon le scénario exposé dans le *Rapport d'octobre*, c'est-à-dire que l'économie devrait retrouver son plein potentiel et l'inflation revenir à la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011. La Banque estime que l'économie progressera de 2,9 % en 2010 et de 3,5 % en 2011, après s'être contractée de 2,5 % en 2009.

Les facteurs qui façonnent la reprise demeurent largement inchangés. Il s'agit du soutien des mesures de politique, de la hausse des niveaux de confiance de l'amélioration des conditions financières, du raffermissement de l'économie mondiale et du renforcement des termes de l'échange. Parallèlement, la vigueur persistante du dollar canadien et le bas niveau de la demande améri- caine, en chiffres absolus, continuent de freiner considérablement l'activité économique au Canada. En définitive, ces facteurs ont modifié la composition de la demande globale, la demande intérieure gagnant en importance au détriment des exportations nettes. Le secteur privé devrait devenir l'unique moteur de la progression de la demande intérieure en 2011.

Les principaux risques pesant sur les perspectives en matière d'inflation sont les mêmes que ceux dont faisait état le *Rapport d'octobre*. Les risques demeurent élevés, bien qu'ils aient continué de diminuer progressivement, au fil de la consolidation de la reprise économique à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation sont liés à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. Il se

1	Vue d'ensemble
3	L'économie mondiale
3	L'évolution récente
5	L'évolution des marchés financiers mondiaux
6	Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale
11	L'économie canadienne
11	L'évolution récente
11	L'offre et la demande globales
14	L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie
15	L'inflation et la cible de 2 %
16	Les conditions financières au Canada
20	Le taux de change
20	Les mesures d'intervention
21	Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne
21	L'offre et la demande globales
23	La projection en matière d'inflation
25	Les risques entourant les perspectives
10	La réduction des déséquilibres mondiaux
12	Quelle a été la gravité du ralentissement au Canada par rapport à ce qui a été observé ailleurs?
Notes techniques	

Aujourd'hui, les perspectives sont plus favorables [...] S'il est probable que l'économie canadienne croîtra plus rapidement que celle des autres pays du G7 [en 2010], la Banque pense néanmoins que la reprise chez nous sera plus lente et dépendra davantage de la demande intérieure que de coutume.

Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
16 décembre 2009
Toronto (Ontario)



BANQUE DU CANADA ! CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA ! CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2010

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANÉ DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY ET TIMOTHY LANE.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

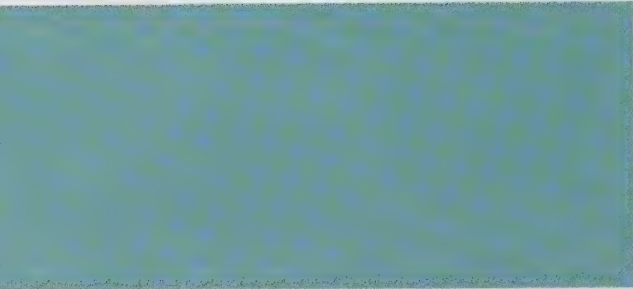
Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2010





Monetary Policy Report Summary



January 2010

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on information received up to 19 January 2010.

The global economic recovery is under way, supported by continued improvements in financial conditions and stronger domestic demand growth in many emerging-market economies. While the outlook for global growth through 2010 and 2011 is somewhat stronger than the Bank had projected in its October *Monetary Policy Report*, the recovery continues to depend on exceptional monetary and fiscal stimulus, as well as extraordinary measures taken to support financial systems.

Economic growth in Canada resumed in the third quarter of 2009 and is expected to have picked up further in the fourth quarter. Total CPI inflation turned positive in the fourth quarter and the core rate of inflation has been slightly higher than expected in recent months. Nevertheless, considerable excess supply remains, and the Bank judges that the economy was operating about 3 1/4 per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2009.

Canada's economic recovery is expected to evolve largely as anticipated in the October *Report*, with the economy returning to full capacity and inflation to the 2 per cent target in the third quarter of 2011. The Bank projects that the economy will grow by 2.9 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, after contracting by 2.5 per cent in 2009.

The factors shaping the recovery are largely unchanged—policy support, increased confidence, improving financial conditions, global growth, and higher terms of trade. At the same time, the persistent strength of the Canadian dollar and the low absolute level of U.S. demand continue to act as significant drags on economic activity in Canada. On balance, these factors have shifted the composition

Highlights

- The global economic recovery is under way, and the outlook for global growth is somewhat stronger than in October.
- A recovery is also under way in Canada, but considerable excess supply remains.
- The Canadian economy is expected to return to full capacity and inflation to return to the 2 per cent target in the third quarter of 2011.
- The Canadian economy is projected to grow by 2.9 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, after having contracted by an estimated 2.5 per cent in 2009.
- The Bank reaffirmed its conditional commitment to hold its policy rate at 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010.
- As a result of monetary policy operating at the effective lower bound, the Bank judges that the overall risks to the inflation projection are tilted slightly to the downside.

of aggregate demand towards growth in domestic demand and away from net exports. The private sector should become the sole driver of domestic demand growth in 2011.

The main risks to the outlook for inflation are those identified in the October *Monetary Policy Report*. Risks remain elevated, although they have continued to diminish gradually with the consolidation of the recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation are associated with the possibility of a stronger-than-anticipated global recovery. It is possible that the recovery in global demand could be more vigorous than projected, resulting in stronger external demand for Canadian

exports. A related risk is that Canadian domestic demand could be more robust than projected.

On the downside, there is the risk that persistent strength of the Canadian dollar could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk is that the global recovery could be even more protracted than projected.

While the Bank judges that these underlying macro-economic risks are roughly balanced, the overall risks to the inflation projection are tilted slightly to the downside as a result of monetary policy operating at the effective lower bound.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2008	2009	2010	2011
United States	21	0.4 (0.4)	-2.5 (-2.5)	2.5 (1.8)	3.9 (3.8)
Euro area	16	0.5 (0.5)	-3.9 (-3.9)	1.2 (0.9)	2.1 (2.4)
Japan	7	-1.2 (-0.7)	-5.3 (-5.7)	1.9 (1.7)	2.0 (2.5)
China	11	9.1 (9.1)	8.3 (8.1)	9.3 (8.9)	9.2 (8.9)
Rest of the world	45	4.0 (3.9)	-2.0 (-2.1)	4.0 (3.3)	4.0 (3.7)
World	100	2.9 (2.9)	-1.5 (-1.6)	3.7 (3.1)	4.1 (4.0)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2007.

Source: IMF, *WEO*, April 2009

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2009 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada^a

	2008	2009				2010				2011			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	-3.7 (-3.7)	-6.2 (-6.1)	-3.1 (-3.4)	0.4 (2.0)	3.3 (3.3)	3.5 (3.8)	4.3 (3.8)	4.0 (3.7)	3.8 (3.5)	3.8 (3.3)	3.3 (3.3)	2.8 (2.8)	2.2 (2.5)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.0 (-1.0)	-2.3 (-2.3)	-3.2 (-3.2)	-3.2 (-2.8)	-1.5 (-1.1)	1.0 (1.4)	2.9 (3.2)	3.8 (3.6)	3.9 (3.6)	4.0 (3.5)	3.7 (3.4)	3.4 (3.2)	3.0 (3.0)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	1.7 (1.7)	1.6 (1.4)	1.6 (1.4)	1.7 (1.5)	1.7 (1.5)	1.8 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	1.2 (1.2)	0.1 (0.1)	-0.9 (-0.9)	0.9 (1.0)	1.6 (1.4)	1.8 (1.4)	1.8 (1.3)	1.9 (1.6)	1.9 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	58 (58)	43 (43)	60 (60)	68 (68)	76 (73)	81 (75)	83 (76)	84 (77)	86 (86)	87 (79)	88 (80)	88 (80)	89 (81)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October *Monetary Policy Report*.

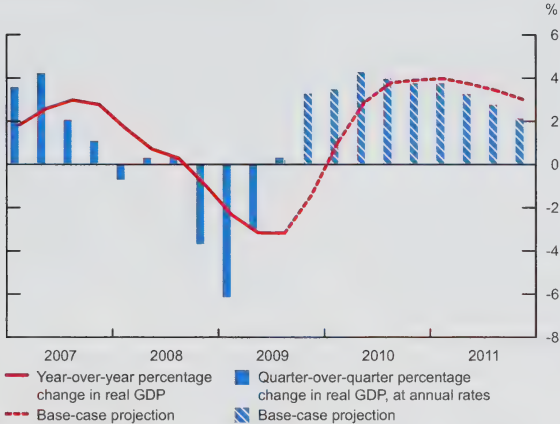
b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 15 January 2010.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook.

On 8 December 2009 and 19 January 2010, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at its current level of

1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target. In its conduct of monetary policy at low interest rates, the Bank retains considerable flexibility, consistent with the framework outlined in the April 2009 *Monetary Policy Report*.

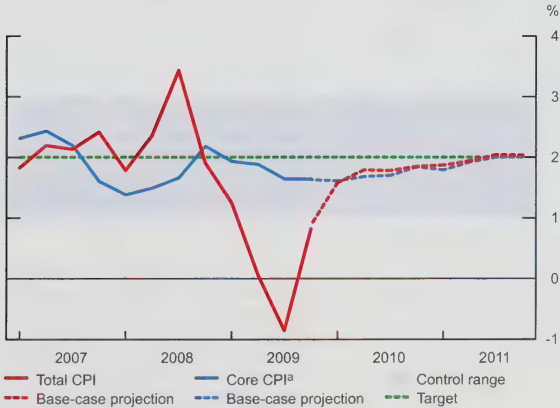
Real GDP growth is expected to accelerate in 2010



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Total CPI and core inflation in Canada are projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <<http://www.bankofcanada.ca>>.

Monetary Policy Report (quarterly: January, April, July, and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (quarterly: January, April, July, and October)*

Senior Loan Officer Survey (quarterly: January, April, July, and October)*

Speeches and Statements by the Governor

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information Annual Report

A History of the Canadian Dollar James Powell (available at Can\$8 plus GST and PST, where applicable)

Bank of Canada Publications Catalogue, 2008

A collection of short abstracts of articles and research papers published in 2008. Includes a listing of work by Bank economists published in outside journals and proceedings.

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus GST and PST, where applicable. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars, and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Single copies may be obtained without charge. Technical Reports dating back to 1994 are available on the Bank's website, as are Working Papers back to 1994. Discussion papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers. Discussion papers for 2007–2009 are available on the Bank's website.

* Only available on the Bank's website.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Rapport sur la politique monétaire. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier. Paraît en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada. Paraît chaque trimestre.

(Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises*. Paraît en janvier, en

avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit*. Paraît en janvier, en avril,

en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*.

Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*. Paraît tous les

vendredis.

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation – Note

d'information

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell

Offert au prix de 8 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente

provinciale.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

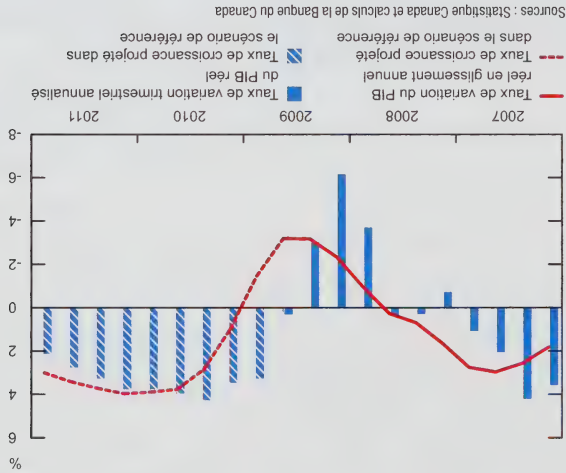
Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plan-cher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants. À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

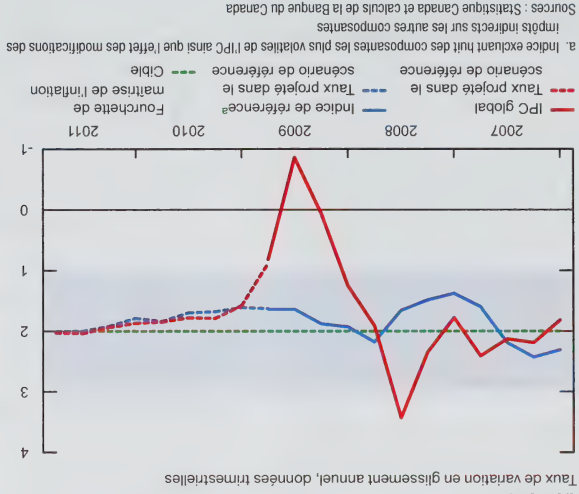
Le 8 décembre 2009 et le 19 janvier 2010, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau actuel de 1/4 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2009.

La croissance du PIB réel devrait s'accélérer en 2010



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence devraient remonter à 2 % au troisième trimestre de 2011



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ C.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 15 janvier 2010.

WTI® (niveau)	IPC global (taux de variation en glissement annuel)	Indice de référence en (taux de variation en glissement annuel)	PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	PIB réel (taux de variation trimestrielle annualisée)	4 ^e trim.	2008	2009				2010				2011			
							1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
58 (43)	2,0 (2,0)	2,2 (2,2)	-1,0 (-2,3)	-3,7 (-3,7)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
43 (60)	1,2 (0,1)	1,9 (1,9)	-2,3 (-3,2)	-6,2 (-6,1)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
60 (68)	0,1 (-0,9)	1,7 (1,7)	-3,2 (-2,8)	-3,1 (-3,4)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
68 (73)	0,9 (1,0)	1,6 (1,4)	-1,5 (-1,1)	0,4 (2,0)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
76 (75)	1,6 (1,4)	1,6 (1,5)	1,0 (3,2)	3,3 (3,8)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
81 (77)	1,6 (1,4)	1,7 (1,5)	2,9 (3,6)	4,3 (3,7)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
83 (76)	1,8 (1,3)	1,7 (1,7)	3,8 (3,6)	4,0 (3,5)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
84 (77)	1,8 (1,6)	1,7 (1,7)	3,9 (3,6)	3,8 (3,3)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
86 (78)	1,9 (1,8)	1,8 (1,8)	4,0 (3,5)	3,8 (3,3)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
87 (79)	1,9 (1,9)	1,8 (1,9)	3,7 (3,4)	3,3 (2,8)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
88 (80)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	3,4 (3,2)	2,8 (2,5)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
88 (80)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	3,4 (3,2)	2,8 (2,5)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e
89 (81)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	3,0 (3,0)	2,2 (2,5)	trim.		1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence

Source : Banque du Canada
politique monétaire.
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2009 du *Rapport sur la*
pourvis d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009
a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)	2011				2010				2009				2008				2007			
		100	45	11	7	16	21	0,4	-0,5	-1,2	-5,3	-3,9	-2,5	0,4	-0,5	-1,2	-5,3	9,1	4,0	2,9	-1,5
Ensemble du monde		4,1 (4,0)	4,0 (3,7)	9,2 (8,9)	2,0 (2,5)	2,1 (2,4)	3,9 (3,8)	2,5 (1,8)	1,2 (0,9)	1,9 (1,7)	9,3 (8,9)	4,0 (3,3)	3,7 (3,1)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	-2,0 (-2,1)	-1,5 (-1,6)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	4,0 (3,7)	-1,5 (-1,6)
Autres pays		4,1 (4,0)	4,0 (3,7)	9,2 (8,9)	2,0 (2,5)	2,1 (2,4)	3,9 (3,8)	2,5 (1,8)	1,2 (0,9)	1,9 (1,7)	9,3 (8,9)	4,0 (3,3)	3,7 (3,1)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	-2,0 (-2,1)	-1,5 (-1,6)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	4,0 (3,7)	-1,5 (-1,6)
Chine		4,1 (4,0)	4,0 (3,7)	9,2 (8,9)	2,0 (2,5)	2,1 (2,4)	3,9 (3,8)	2,5 (1,8)	1,2 (0,9)	1,9 (1,7)	9,3 (8,9)	4,0 (3,3)	3,7 (3,1)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	-2,0 (-2,1)	-1,5 (-1,6)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	4,0 (3,7)	-1,5 (-1,6)
Japon		4,1 (4,0)	4,0 (3,7)	9,2 (8,9)	2,0 (2,5)	2,1 (2,4)	3,9 (3,8)	2,5 (1,8)	1,2 (0,9)	1,9 (1,7)	9,3 (8,9)	4,0 (3,3)	3,7 (3,1)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	-2,0 (-2,1)	-1,5 (-1,6)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	4,0 (3,7)	-1,5 (-1,6)
Zone euro		4,1 (4,0)	4,0 (3,7)	9,2 (8,9)	2,0 (2,5)	2,1 (2,4)	3,9 (3,8)	2,5 (1,8)	1,2 (0,9)	1,9 (1,7)	9,3 (8,9)	4,0 (3,3)	3,7 (3,1)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	-2,0 (-2,1)	-1,5 (-1,6)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	4,0 (3,7)	-1,5 (-1,6)
États-Unis		4,1 (4,0)	4,0 (3,7)	9,2 (8,9)	2,0 (2,5)	2,1 (2,4)	3,9 (3,8)	2,5 (1,8)	1,2 (0,9)	1,9 (1,7)	9,3 (8,9)	4,0 (3,3)	3,7 (3,1)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	-2,0 (-2,1)	-1,5 (-1,6)	2,9 (2,9)	4,0 (3,9)	4,0 (3,7)	-1,5 (-1,6)

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

de la reprise économique à l'échelle nationale et internationale.
Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation sont liés à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'espéré. Il se peut que le raffermissement de la demande mondiale soit plus vigoureux que prévu, et se traduise par une demande extérieure plus forte de produits canadiens. Il existe également un risque connexe que la demande intérieure au Canada soit plus robuste que projeté.
Parmi les risques à la baisse, une vigueur persistante du dollar canadien pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé.

de politique, de la hausse des niveaux de confiance, de l'amélioration des conditions financières, du raffermissement de l'économie mondiale et du renforcement des termes de l'échange. Parallèlement, la vigueur persistante du dollar canadien et le bas niveau de la demande américaine, en chiffres absolus, continuent de freiner considérablement l'activité économique au Canada. En définitive, ces facteurs ont modifié la composition de la demande globale, la demande intérieure gagnant en importance au détriment des exportations nettes. Le secteur privé devrait devenir l'unique moteur de la progression de la demande intérieure en 2011.
Les principaux risques pesant sur les perspectives en matière d'inflation sont les mêmes que ceux dont faisait état le *Rapport* d'octobre. Les risques demeurent élevés, bien qu'ils aient continué de diminuer progressivement, au fil de la consolidation

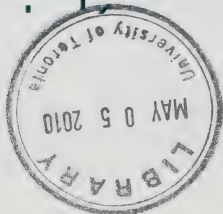
Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

Janvier 2010

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 19 janvier 2010.

BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS



Faits saillants

- La reprise économique est amorcée à l'échelle du globe, et les perspectives de croissance dans le monde sont un peu plus fortes qu'en octobre.
- Le Canada connaît aussi une reprise, mais une offre excédentaire substantielle persiste.
- L'économie canadienne devrait retrouver son plein potentiel et l'inflation revenir à la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011.
- L'économie canadienne devrait progresser de 2,9 % en 2010 et de 3,5 % en 2011, après s'être contractée d'environ 2,5 % en 2009.
- La Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir son taux directeur à 1/4 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.
- La Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement pondérants dans l'ensemble.

La reprise économique est amorcée à l'échelle du globe. Elle est alimentée par l'amélioration soutenue des conditions financières et la croissance plus vigoureuse de la demande intérieure dans de nombreux pays émergents. Même si les perspectives de croissance économique dans le monde pour 2010 et 2011 sont un peu plus fortes que la Banque ne s'attendait dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, la reprise continue de reposer sur les mesures exceptionnelles de détente monétaire et budgétaire de même que sur les actions extraordinaires entreprises à l'appui des systèmes financiers.

Le Canada a renoué avec la croissance économique au troisième trimestre de 2009, et celle-ci devrait avoir pour suivi son accélération au quatrième. L'inflation mesurée par l'IPC global est devenue positive au quatrième trimestre et l'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement supérieure aux pronostics au cours des derniers mois. Néanmoins, une offre excédentaire substantielle persiste, et la Banque est d'avis que l'économie fonctionnerait à environ 3 1/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009.

On s'attend à ce que la relance de l'économie canadienne se déroule essentiellement selon le scénario exposé dans le *Rapport* d'octobre, c'est-à-dire que l'économie devrait retrouver son plein potentiel et l'inflation revenir à la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011. La Banque estime que l'économie progressera de 2,9 % en 2010 et de 3,5 % en 2011, après s'être contractée de 2,5 % en 2009.

Les facteurs qui façonneront la reprise demeureront largement inchangés. Il s'agit du soutien des mesures



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CELEBRATING 75 YEARS
CÉLÉBRONS 75 ANS

Government
Publications

CA1
FN 73
- M56

Monetary Policy Report

April 2010



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CELEBRATING 75 YEARS
CÉLÉBRONS 75 ANS



Monetary Policy Report

April 2010

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:
MARK CARNEY, PIERRE DUGUAY, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE, AND JEAN BOIVIN.

The Bank has an unwavering commitment to price stability. The single, most direct contribution that monetary policy can make to sound economic performance is to provide Canadians with confidence that their money will retain its purchasing power.

Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
24 March 2010
Ottawa, Ontario*

Contents

1	Overview
3	The Global Economy
3	Recent Developments
5	Developments in Global Financial Markets
7	Outlook for the Global Economy
11	The Canadian Economy
11	Recent Developments
11	Aggregate Demand and Supply
13	Estimated Pressures on Capacity
14	Inflation and the 2 Per Cent Target
16	Canadian Financial Conditions
18	Exchange Rate
21	Outlook for the Canadian Economy
21	Aggregate Demand and Supply
23	The Projection for Inflation
24	Policy Response
26	Risks to the Outlook

Technical Box

25	The Current Economic Outlook Is Firmer than Envisaged in April 2009
----	---

Overview

Global economic growth has been somewhat stronger than projected, with momentum in emerging-market economies increasing noticeably. Exceptional stimulus from monetary and fiscal policies continues to provide important support in many countries. The recovery in the major advanced economies is still expected to be relatively subdued, reflecting ongoing balance sheet adjustments and the gradual withdrawal of fiscal stimulus commencing later this year.

In Canada, the economic recovery is proceeding somewhat more rapidly than the Bank had projected in January and the profile for growth is more front-loaded. The Bank now projects that the economy will grow by 3.7 per cent in 2010 before slowing to 3.1 per cent in 2011 and 1.9 per cent in 2012.

This profile reflects stronger near-term global growth, very strong housing activity in Canada, and the Bank's assessment that policy stimulus resulted in more expenditures being brought forward in late 2009 and early 2010 than expected. At the same time, the persistent strength of the Canadian dollar, Canada's poor relative productivity performance, and the low absolute level of U.S. demand will continue to act as significant drags on economic activity in Canada. The Bank expects the economy to return to full capacity in the second quarter of 2011.

The outlook for inflation reflects the combined influences of stronger domestic demand, slowing wage growth, and overall excess supply. Core inflation, which has been somewhat firmer than projected in January, is expected to ease slightly in the second quarter of 2010 as the effect of temporary factors dissipates, and to remain near 2 per cent throughout the rest of the projection period. Total CPI inflation is expected to be slightly higher than 2 per cent over the coming year, before returning to the target in the second half of 2011.

Despite the firming of the global and Canadian recoveries, there are considerable risks around the Bank's outlook.

The main upside risks to inflation are that domestic and international developments will generate more demand for Canadian goods and services than is currently anticipated. It is possible that the momentum in household expenditures and residential investment could be greater than currently expected. Internationally, a faster-than-expected global recovery could stimulate external demand for Canadian exports and improve the terms of trade.

There are two main downside risks to inflation. First, the global economic recovery could be more protracted than currently projected. Second, the combination of the persistent strength of the Canadian dollar and Canada's

This report includes information received up to the fixed announcement date on 20 April 2010.

poor relative productivity performance could exert a larger-than-expected drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While risks to the inflation outlook remain elevated, the Bank judges that they are roughly balanced over the projection horizon. Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook.

In response to the sharp, synchronous global recession, the Bank lowered its target rate rapidly over the course of 2008 and early 2009 to its lowest possible level. With its conditional commitment introduced in April 2009, the Bank also provided exceptional guidance on the likely path of its target rate. This unconventional policy provided considerable additional stimulus during a period of very weak economic conditions and major downside risks to the global and Canadian economies. With recent improvements in the economic outlook, the need for such extraordinary policy is now passing, and it is appropriate to begin to lessen the degree of monetary stimulus.

On 20 April 2010, the Bank maintained its target for the overnight rate at 1/4 per cent and removed the conditional commitment. The extent and timing of any additional withdrawal of monetary stimulus will depend on the outlook for economic activity and inflation, and will be consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

The Global Economy

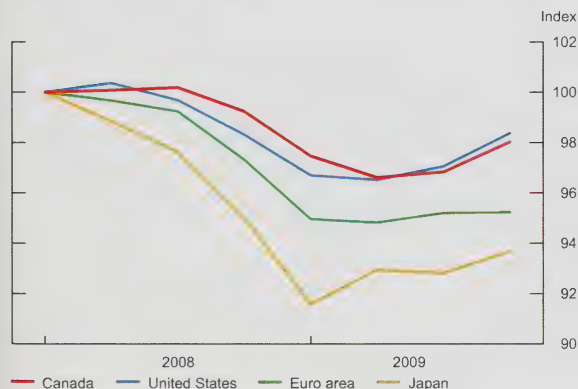
Recent Developments

The global economy is evolving largely as expected, with strong growth in many emerging economies accompanied by moderate recovery in most advanced economies (**Chart 1**). While growth has been somewhat stronger than projected, and global financial conditions have generally improved, exceptional monetary and fiscal stimulus continues to provide important support in many countries. Recovery in the advanced economies is still expected to be subdued, since private demand remains weak in most of these countries and fiscal stimulus will start to wind down later this year.

The global economy has been somewhat stronger than projected, and financial conditions have generally improved.

Chart 1: Major economies are recovering . . .

Real GDP, 2008Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

Last observation: 2009Q4

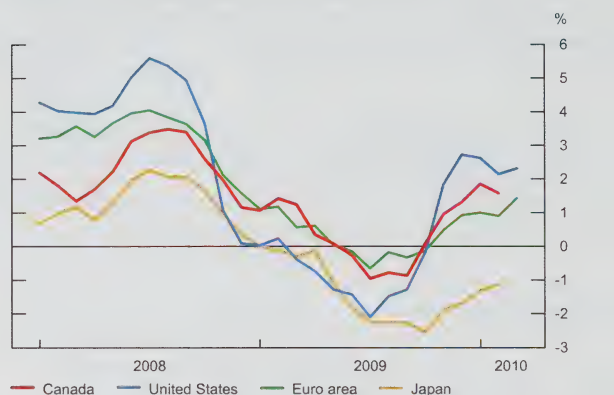
Owing to substantial output gaps, underlying inflation pressures in the major advanced economies are subdued (**Chart 2**). Unemployment rates appear to be stabilizing and, in some cases, have begun to decline. However, the restrained pace of the recovery, coupled with extensive economic restructuring in many sectors, has raised concerns that the crisis may have persistent effects on productivity growth and long-term unemployment.

Exceptional monetary and fiscal stimulus continues to provide important support in many countries.

U.S. GDP growth in the fourth quarter of 2009 was stronger than expected, at 5.6 per cent, supported by a larger contribution from inventories and a greater-than-expected rebound in investment in equipment and software.

Chart 2: . . . while inflation remains subdued

Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

Last observations: February and March 2010

U.S. GDP growth in the fourth quarter of 2009 was stronger than expected, at 5.6 per cent.

Consumption increased by a modest 1.6 per cent, and was heavily dependent on government transfers. Indeed, were it not for net government transfers, household disposable income would have declined over the past two years. The most recent employment numbers for the United States suggest that the period of large-scale job losses is coming to an end, which should provide support for private spending in coming quarters. GDP growth in the first quarter is projected to be 2.9 per cent, driven mainly by an expansion in consumption and higher inventories, while investment in structures, both residential and commercial, appears to have declined.

Economic activity in the euro area faltered in the fourth quarter, owing to a sharp drop in inventories and adverse weather conditions. Although private domestic demand continues to be very weak, government spending and stronger exports have provided important support. Expanding industrial production and increases in purchasing manager indexes point to positive but weak growth in the region in the first quarter.

In Japan, a 3.8 per cent increase in GDP in the fourth quarter was driven largely by net exports. Japan's unemployment rate peaked last year and has subsequently edged down. While government incentives are still supporting the consumption of durable goods, there are growing indications of a modest recovery in the services sector.

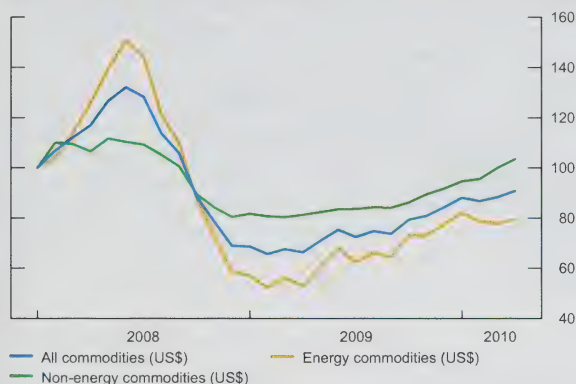
China's economy grew at a stronger-than-expected rate in the first quarter of 2010, driven by both internal and external demand.

China's economy grew at a stronger-than-expected rate of 11.9 per cent on a year-over-year basis in the first quarter of 2010, driven by both internal and external demand. The rebound in exports has been more vigorous than expected, owing particularly to strong demand from the ASEAN countries. Housing prices in China have also increased sharply in recent months, and CPI inflation has started to move up, sparking concerns about underlying inflationary pressures and prompting authorities to raise mortgage rates, demand larger down payments for home purchases, and increase reserve requirements on banks.

The Bank of Canada's index of global commodity prices has increased slightly from its level last January, with a rise in oil and non-energy commodity prices—in response to stronger global demand—largely offset by a sharp drop in natural gas prices (**Chart 3**). Most of the increase in the prices

Chart 3: Commodity prices have risen with the recovery

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2008 = 100), monthly data



Source: Bank of Canada

Last observation: March 2010

of non-energy commodities stems from a rise in base metal prices and a rebound in lumber prices, related to low inventory levels. The decline in natural gas prices reflects seasonal effects (i.e., the onset of warmer temperatures) and ongoing weakness in U.S. industrial demand.

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets have remained supportive, with continuing low longer-term interest rates for a broad spectrum of issuers and narrow spreads in bank funding markets. Corporate bond issuance has been robust, and equity markets in many countries have reached new highs in response to stronger-than-expected economic indicators and continued strength in corporate earnings. This positive overall tone has been tempered, however, by increased concerns over the fiscal situations in a number of countries, particularly in Europe. The heightened focus on sovereign risk and growing uncertainty about fiscal sustainability pushed government bond yields sharply higher in the affected countries, but have not led to more generalized contagion across markets.

Government bond markets are also reflecting a divergence in economic conditions among various countries (**Chart 4**). Based partly on expectations of improved growth prospects, government bond yields rose in the United States and Canada. However, the increase in Canada was much more pronounced at the short end, causing the yield curve to flatten. Although policy rates remain extremely low (**Chart 5**), central banks in some smaller industrialized countries and emerging-market economies have already begun to raise their rates in response to strengthening economic activity. Many of the extraordinary central bank liquidity and credit facilities that were put in place during the crisis have also been allowed to wind down, since use of these facilities has generally declined with the ongoing improvement in financial conditions. Securitized markets nevertheless remain impaired, despite a number of private and public sector initiatives under way to revive them. New securitizations are likely to remain well below pre-crisis levels for some time.

Conditions in global financial markets have remained supportive, but the positive overall tone has been tempered by heightened focus on sovereign risk.

Many of the extraordinary central bank liquidity and credit facilities put in place during the crisis have been allowed to wind down.

Chart 4: Government bond markets reflect a divergence in economic conditions

Spreads between 10-year and 2-year government bond yields

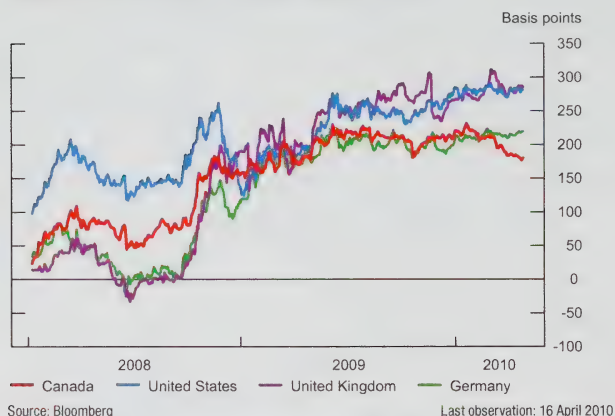
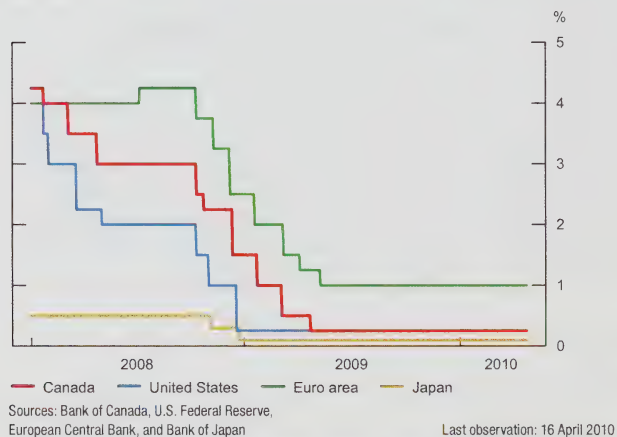


Chart 5: Policy rates have remained at historic lows in most countries

Daily data



Bank lending conditions remain mixed in those countries at the centre of the crisis. The latest senior loan officer surveys for the United States and Europe indicate that commercial banks have, for the most part, stopped tightening their lending standards. However, the considerable tightening that was put in place over the past two years has yet to be unwound, and small firms, in particular, still face restricted access to credit. Banks continue to deleverage and are managing their risk exposures aggressively.

Outlook for the Global Economy

The near-term prospects for the global economy have improved modestly since the *January Report*, with growth projected to average slightly more than 4 per cent through 2012 (**Table 1**). Upward revisions to the outlook for 2010 reflect stronger growth in China and emerging Asia, as well as additional near-term momentum in U.S. consumer spending. Overall, however, the outlook remains broadly unchanged, with strong growth in some emerging-market economies and a gradual recovery in the advanced economies. Growth in many economies remains heavily dependent on fiscal stimulus and expansionary monetary policies. Private domestic demand is projected to pick up in 2011, although it will be muted in the advanced economies compared with previous recoveries. By 2012, however, self-sustaining private demand is expected to be firmly entrenched around the world.

The near-term prospects for the global economy have improved modestly, with growth projected to average slightly more than 4 per cent through 2012.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2009	2010	2011	2012
United States	21	-2.4 (-2.5)	3.1 (2.5)	3.5 (3.9)	3.5
Euro area	16	-4.1 (-3.9)	1.2 (1.2)	1.6 (2.1)	2.5
Japan	6	-5.2 (-5.3)	2.1 (1.9)	1.7 (2.0)	2.6
China	11	8.7 (8.3)	10.2 (9.3)	9.3 (9.2)	8.7
Rest of the world	46	-1.4 (-2.0)	4.5 (4.0)	4.1 (4.0)	3.9
World	100	-1.1 (-1.5)	4.2 (3.7)	4.0 (4.1)	4.1

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2008.
Source: IMF, *WEO*, October 2009

b. Numbers in parentheses are projections from the January 2010 *Monetary Policy Report*.
Source: Bank of Canada

U.S. GDP growth in 2010, on an average annual basis, is expected to be somewhat higher than projected in the *January Report*, largely as a result of stronger-than-expected growth in the fourth quarter of 2009 and the first quarter of 2010. Fiscal stimulus will continue to be an important driver of growth this year (**Chart 6**), while consumption is projected to be relatively restrained and heavily dependent on government support. The subdued level of consumer demand in 2010 is reflected in the Bank's outlook for U.S. motor vehicle sales, which remain well below pre-crisis levels over the projection horizon.

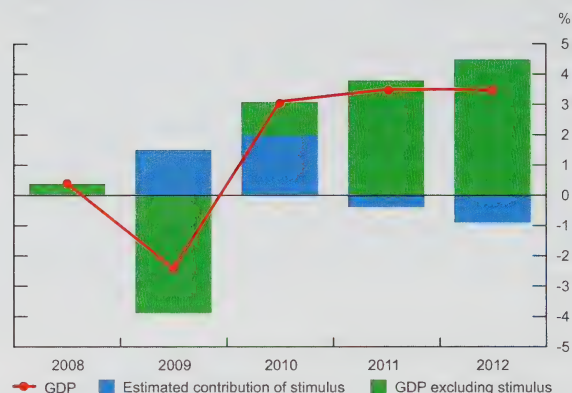
Even though the withdrawal of fiscal stimulus will have a dampening effect on U.S. economic activity in 2011 and 2012, GDP growth in both years should still average 3.5 per cent. Growth in employment and personal income over the period should lead to modest but steady increases in household spending. While U.S. exports are expected to rise substantially over the projection horizon, their positive contribution to growth will likely be offset by higher imports until early 2012.

Even though the withdrawal of fiscal stimulus will have a dampening effect on U.S. economic activity in 2011 and 2012, GDP growth in both years should still average 3.5 per cent.

The outlook for the euro area is clouded by weak domestic demand. Economic growth in 2010 is expected to be driven primarily by increased exports and is essentially unchanged from the *January Report*. Growth in 2011, however, is now projected to be somewhat weaker. A solid recovery is not expected until 2012, since many sectors have excess capacity, and consumption is expected to be tempered by a sluggish recovery in labour markets.

Chart 6: Fiscal stimulus is currently supporting U.S. growth, but private demand should become more durable in later years

Annual data



Note: The contribution of the stimulus to growth reflects effects on GDP of stimulus enacted in response to the crisis and includes both direct government expenditures and indirect effects of the stimulus on other components of aggregate demand.

Source: Bank of Canada

The outlook for Japan remains largely unchanged, with heavy reliance on external demand for growth. Consumption, which has been boosted by government transfers to households and incentives for purchases of durable goods, is not expected to be a major contributor to GDP growth. The same is true of investment, as firms work off excess capacity.

Growth in China is projected to ease slightly in 2011–12, averaging roughly 9.0 per cent.

Growth in China is projected to ease slightly in 2011–12, as the effects of previous stimulative measures begin to dissipate and monetary and credit policies become less accommodative, but should average roughly 9.0 per cent. Other emerging-market economies are also expected to experience strong growth over the next three years, supported in many cases by increased export demand from China.

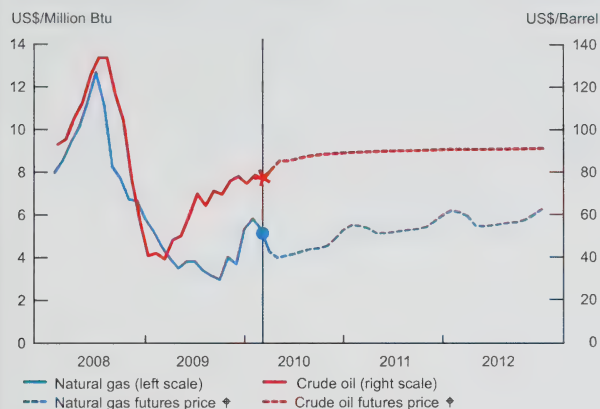
The Bank's non-energy commodity price index is expected to rise by about 30 per cent over the next three years as the global economy recovers, broadly consistent with the Bank's January projection. Current oil price futures indicate that oil prices will rise to around US\$91 per barrel in 2012, also in line with expectations in the January *Report* (Chart 7).

Further corrective policy action will be required over the medium term to put global economic growth on a strong, sustainable, and balanced path.

Although global current account imbalances narrowed during the recession, they have started to expand now that the global economy is recovering and commodity prices are strengthening. As indicated by G-20 leaders, further corrective policy action will be required over the medium term to put global economic growth on a strong, sustainable, and balanced path.

Chart 7: Futures curves suggest rising energy prices

Price index: January 2008 = 100, monthly data



* Spot price for crude oil (16 April 2010)

♦ Spot price for natural gas (16 April 2010)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 April 2010

Note: Values for crude oil and natural gas prices in April 2010 are estimates based on the average daily spot prices up to 16 April 2010.

Source: NYMEX

The Canadian Economy

In Canada, the economic recovery is proceeding somewhat more rapidly than expected in the *January Report*, supported by continued fiscal and monetary stimulus, improved financial conditions, the rebound in global economic growth, more favourable terms of trade, and increased business and household confidence. Larger-than-expected increases in household income and foreign demand provided additional momentum in the final quarter of 2009 and the first quarter of 2010. The pace of real GDP growth is expected to moderate through 2010 and 2011, owing to the persistent strength of the Canadian dollar; the removal of fiscal stimulus; and the effects of the pulling forward of household expenditures and residential investment in recent quarters in response to accommodative monetary policy. Given the stronger growth in recent quarters, the level of economic activity in Canada is expected to remain higher than previously projected over the 2010–11 period, returning to full capacity in the second quarter of 2011, one quarter earlier than projected in January.

Core inflation has been higher than projected in recent months, while total CPI inflation has evolved largely as expected. The strength of core inflation reflects a combination of transitory and more fundamental factors, such as the higher level of economic activity and the stickiness of wage increases relative to productivity. The latter has contributed to the resilience of the prices of some core services over the past year. With a more modest amount of excess supply in the economy and the more gradual deceleration in wages than previously anticipated, underlying inflation pressures are slightly more pronounced than in January. Both core inflation and total CPI inflation (excluding the impact of the sales tax harmonization in Ontario and British Columbia) are expected to be close to the 2 per cent target throughout the projection horizon.

Recent Developments

Aggregate Demand and Supply

The modest recovery that emerged in the third quarter of 2009 gained significant momentum in the fourth quarter. Canadian real GDP increased by 5 per cent (at annual rates), reflecting continued robust growth in final domestic demand and exports, together with a substantially smaller advance in imports than in the previous quarter. Real gross domestic income rose even more sharply than real GDP as a result of a further improvement in Canada's terms of trade (**Chart 8**).

Growth in residential investment in the fourth quarter exceeded expectations, owing to a larger-than-anticipated effect of low mortgage rates and the home renovation tax credit. The contribution of government spending to GDP

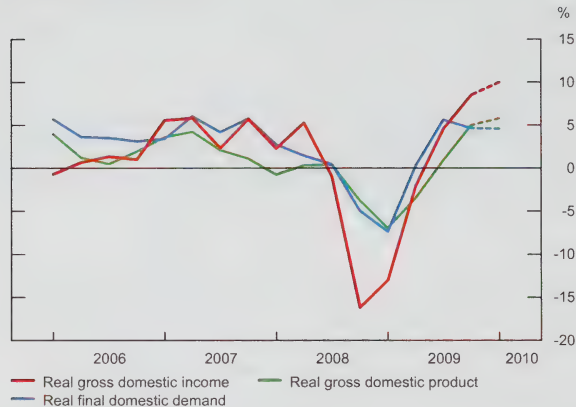
In Canada, the economic recovery is proceeding somewhat more rapidly than expected in the January Report.

Core inflation has been higher than projected in recent months, while total CPI inflation has evolved largely as expected.

The modest recovery that emerged in the third quarter of 2009 gained significant momentum in the fourth quarter.

Chart 8: Continued improvements in Canada's terms of trade have boosted the recovery in real gross domestic income

Quarterly growth at annual rates



Note: Numbers for 2010Q1 are estimates.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada estimates

growth also remained sizable, as expected, reflecting ongoing fiscal stimulus. Business fixed investment fell, offsetting the modest rebound in the third quarter. Firms have remained cautious, waiting for additional evidence of a durable recovery in demand, particularly in the United States. Notwithstanding this caution, the rise in exports was stronger than expected, aided by a firmer recovery in U.S. economic activity. Meanwhile, imports increased moderately, following an exceptional surge in the third quarter. Overall, fourth-quarter sales increased sharply, and firms reduced their inventories at a faster pace than in the third quarter, resulting in a further decline in the stock-to-sales ratio.

Recent indicators point to continued strong growth of about 5.8 per cent in the first quarter of 2010.

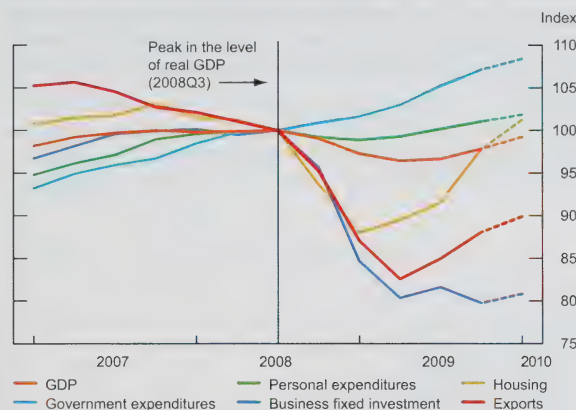
Recent indicators point to continued strong growth of about 5.8 per cent in the first quarter of 2010, with widespread advances in domestic demand, additional gains in exports, and the beginning of a turn in the inventory cycle. Residential investment received a further temporary boost as households rushed to benefit from the home renovation tax credit before it expired on 31 January 2010. As well, business investment is expected to have begun its cyclical recovery, with recent indicators suggesting a strong rebound in the oil and gas sector and related manufacturing activities.

The buoyancy of government spending and, to a lesser degree, personal spending, significantly cushioned the downturn and has supported the recovery.

Although the increase in real GDP in the last two quarters was stronger than anticipated, a temporary surge in growth is not atypical at this stage of the business cycle. To put the recent downturn and recovery in perspective, it is helpful to look at key components of aggregate demand in terms of levels. Their relative performances differ noticeably (**Chart 9**). The buoyancy of government spending and, to a lesser degree, personal spending, significantly cushioned the downturn and has supported the recovery. In contrast, the level of business fixed investment is still very depressed. Exports also remain well below their pre-recession level, reflecting the persistent weakness in the level of U.S. demand and declining competitiveness (**Chart 10**). As a result of these developments, the level of real GDP in the first quarter of 2010 was still about 1 per cent below its peak in the third quarter of 2008, and some 2 per cent below potential.

Chart 9: The resilience in personal expenditures and the sustained rise in government expenditures have supported economic activity

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data

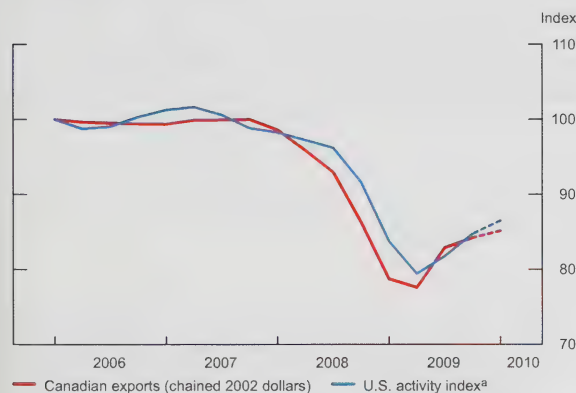


Note: Numbers for 2010Q1 are estimates.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada estimates and calculations

Chart 10: The level of Canadian exports remains depressed, partly because of the weakness in U.S. activity

Index: 2006Q1 = 100, quarterly data



a. Technical Box 2 in the July 2009 Report, "The U.S. Activity Index Used at the Bank of Canada," provides details on the index.

Note: Numbers for 2010Q1 are estimates.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada estimates and calculations

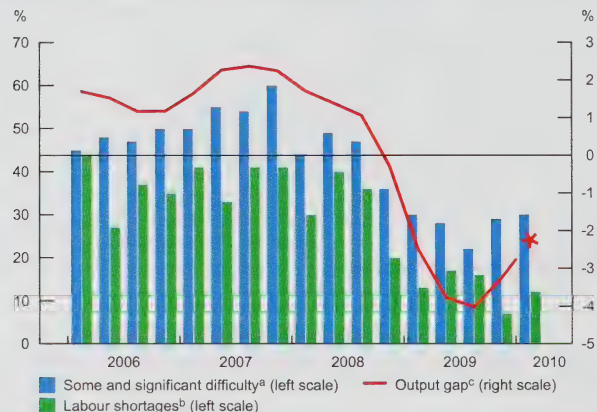
Estimated Pressures on Capacity

Excess supply began to contract in the fourth quarter and narrowed further in the first quarter of 2010, with economic activity expanding much more rapidly than potential output.¹ The Bank's conventional measure indicates that the output gap was -2.3 per cent in the first quarter (**Chart 11**). In assessing

¹ As in the January Report, the Bank estimates that potential output growth troughed at 1.2 per cent in 2009. The growth of potential output is then expected to pick up to 1.5 per cent in 2010 and 1.9 per cent in 2011 and 2012.

excess capacity, the Bank considers its conventional measure in conjunction with several other indicators, since there is considerable uncertainty surrounding estimates of potential output, particularly when the economy is coming out of a recession. The Bank's spring *Business Outlook Survey* (<http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2010/spring/bos0410e.pdf>) suggests that capacity pressures remained subdued in the first quarter, with the percentage of firms reporting that they would have difficulty meeting an unanticipated increase in demand still at a low level.

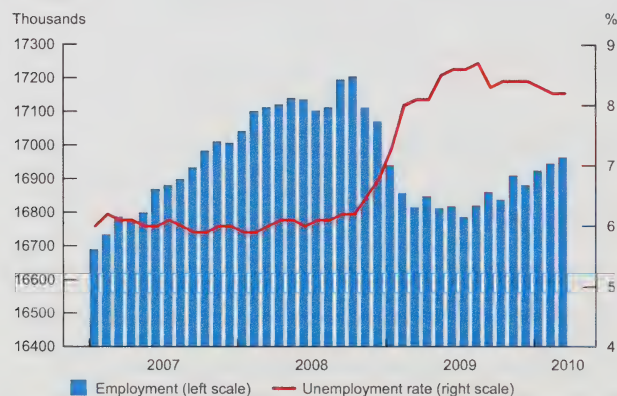
Chart 11: While still substantial, excess supply in the Canadian economy began to narrow in 2009Q4



- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
 b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
 c. Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the first quarter of 2010 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 5.8 per cent (at annual rates) for the quarter.
 Source: Bank of Canada Last observation: 2010Q1

Chart 12: The labour market is gradually improving

Monthly data



Source: Statistics Canada

Last observation: March 2010

Recent indicators suggest that the labour market has continued to improve gradually, in tandem with the turnaround in real GDP. Both employment and average hours worked began to recover in mid-2009, and the unemployment rate has been edging down, although it remains at a relatively high level (**Chart 12**). Results from the spring *Business Outlook Survey* indicate that the percentage of firms facing labour shortages has risen only modestly from the trough reached in the fourth quarter of 2009.

After reviewing all the indicators of capacity pressures, and taking into account the weakness in potential output associated with ongoing restructuring across various sectors of the Canadian economy, the Bank judges that the economy was operating about 2 per cent below its production capacity in the first quarter of 2010.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Core inflation has been firmer than projected in January, the result of both transitory and more fundamental factors. Although core inflation was expected to remain relatively stable over the near term, it rose from 1.5 per cent in November to 2.1 per cent in February (**Chart 13**). This upward movement partly reflects transitory factors, such as the unusual pricing pattern for new passenger vehicles since the introduction of the 2010 models into the CPI in November, and the surge in the price of travel accommodation associated with the 2010 Winter Olympics in Vancouver.

More broadly, the firmness of core inflation over the past year, despite the large amount of excess supply in the economy, reflects the resilience in the prices of some components of core services, including a significant rise in some regulated prices (e.g., communications, tuition fees, and cable services). This resilience reflects the slower-than-anticipated deceleration in wages, since labour costs represent a large portion of total production costs in core services. Shelter prices have also increased at a faster-than-expected rate, reflecting the more rapid rebound in housing demand as households pulled forward some of their expenditures.

The Bank judges that the economy was operating about 2 per cent below its production capacity in the first quarter of 2010.

Core inflation has been firmer than projected in January, the result of both transitory and more fundamental factors.

The firmness of core inflation over the past year reflects the resilience in the prices of core services.

Chart 13: Core inflation has been firmer than expected

Year-over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: February 2010

On balance, the 12-month rate of change in the total CPI in January and February was only slightly higher than projected in the *January Report*, since the larger-than-expected rise in core inflation was partly offset by weaker-than-expected prices in some volatile components, particularly for energy and vegetables.

Total CPI inflation in January and February was only slightly higher than projected.

With Canada's economic recovery gaining momentum and energy prices firming up, measures of near-term inflation expectations have risen closer to the 2 per cent target in recent months. The April Consensus Economics forecast for total CPI inflation in 2010 is 1.9 per cent. As reported in the Bank's spring *Business Outlook Survey*, expectations for average inflation over the next two years remain concentrated within the Bank's inflation-control range, although an increasing share of respondents (40 per cent) saw inflation in the upper half of this range. Market-based measures of longer-term inflation expectations continue to lie within their historical range. Taking this and other information into account, the Bank judges that medium- and longer-term inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent inflation target.

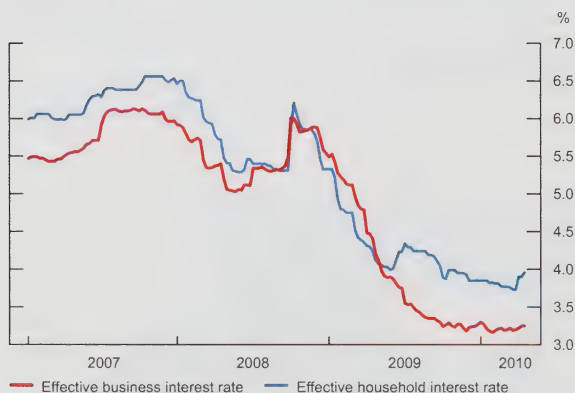
Canadian Financial Conditions

Financial conditions in Canada have provided ongoing support to the economic recovery.

Financial conditions in Canada have been favourable in recent months, providing ongoing support to the economic recovery. With ample liquidity in money markets, funding costs for Canadian banks have remained very low. The effective borrowing costs for Canadian households have also stayed at an exceptionally low level, despite some increase in mortgage rates (**Chart 14** and **Table 2**). In that context, both mortgage and consumer credit have continued to grow at an even faster pace than expected (**Chart 15**), fuelling personal expenditures and residential investment.

Chart 14: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data



Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 16 April 2010

Table 2: Borrowing costs for households and businesses

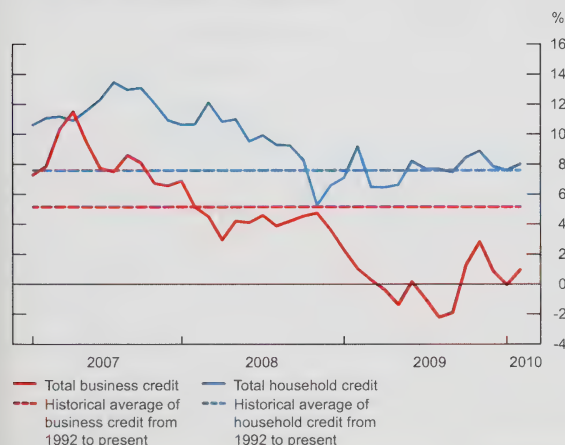
Per cent

Date	Overnight rate	Prime rate	Estimated effective variable mortgage rate	Posted 5-year mortgage rate	3-month bankers' acceptance rate	Long-term corporate bond rate
31 July 2007	4.50	6.25	5.35	7.24	4.75	5.42
18 October 2007	4.50	6.25	5.65	7.43	4.85	5.41
24 January 2008	4.00	5.75	5.25	7.39	4.06	5.30
24 April 2008	3.00	4.75	4.15	6.99	3.23	5.32
17 July 2008	3.00	4.75	4.20	7.09	3.29	5.48
23 October 2008	2.25	4.00	5.00	7.20	2.68	5.99
22 January 2009	1.00	3.00	3.80	5.90	1.06	5.90
23 April 2009	0.25	2.25	3.00	5.25	0.46	5.32
23 July 2009	0.25	2.25	2.65	5.85	0.44	4.54
22 October 2009	0.25	2.25	2.25	5.80	0.43	4.06
21 January 2010	0.25	2.25	2.05	5.47	0.44	3.72
16 April 2010	0.25	2.25	1.75	6.10	0.57	4.20

Sources: Long-term corporate bond rate, Bloomberg; all other series, Bank of Canada

Chart 15: Household credit continues to grow at a robust pace, while business credit has been weak

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

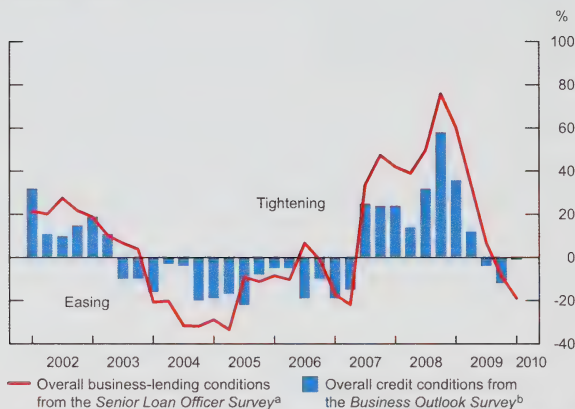
Last observation: February 2010

The Bank's latest surveys suggest further easing in lending conditions for large firms.

Effective borrowing costs for Canadian businesses have also remained very low. For the first quarter of 2010, the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (<http://www.bankofcanada.ca/en/slos/pdf/slos2010Q1.pdf>) (**Chart 16**) suggests further easing in lending conditions for large firms and stabilizing lending conditions for small businesses and commercial borrowers, following several consecutive quarters of tightening. A similar picture emerges from the *Business Outlook Survey*, with large firms continuing to report an easing, and small and medium-sized firms indicating that credit conditions had, on balance, tightened.

Chart 16: Results from the *Senior Loan Officer Survey* suggest that lending conditions for Canadian non-financial firms eased in 2010Q1

Balance of opinion



- a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.
 b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q1

Consistent with the experience of the economic cycle in the early 1990s, growth in total business credit has remained weak in recent months, despite the emerging recovery in overall real GDP.

As has been the case since the beginning of the economic downturn, narrow monetary aggregates have continued to grow rapidly. This reflects both the desire of households and firms to maintain liquid assets until the recovery is well entrenched, and the limited incentive that low interest rates provide for longer-term investments. In January and February, the average rate of increase, on a year-over-year basis, in the narrow monetary aggregate M1+ (at about 15 per cent) was well above historical experience, while that of the broader aggregate M2++ (at less than 6 per cent) was slightly below the past trend. Growth in narrow money balances is expected to decline over time as the economy recovers.

Exchange Rate

The Canadian dollar has appreciated since the *January Report* and has recently averaged about 99 cents U.S., roughly 3 per cent higher than the value of 96 cents U.S. assumed in the *January Report* (**Chart 17**).

Chart 17: The Canadian dollar has appreciated since the January Report

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 16 April 2010

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 99 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers; and global credit conditions continuing to gradually improve.

Aggregate Demand and Supply

The profile for growth in the Canadian economy is more front-loaded than that presented in the *January Report*. Following much stronger than expected growth in real GDP in the fourth quarter of 2009 and the first quarter of 2010, the Bank now projects that growth will revert more quickly to trend (**Chart 18**). This slower pace of growth between the second quarter of 2010 and the end of 2011 reflects the Bank's assessment that policy stimulus measures resulted in considerably more expenditures being brought forward in late 2009 and early 2010 than expected, a somewhat weaker outlook for U.S. economic growth starting in the second half of 2010, and the higher assumed level for the Canadian dollar. On an average annual basis, GDP is now projected to grow by 3.7 per cent in 2010 before slowing gradually to 3.1 per cent in 2011 and 1.9 per cent in 2012 (**Table 3**). The economy is now expected to return to full capacity in the second quarter of 2011, one quarter earlier than projected in January.

This year should mark the turning point when private sector demand takes over from the public sector as the primary source of growth. By 2011, the private sector should be the sole contributor to the growth of domestic demand in Canada. In this regard, the Bank's estimates of the contribution of government spending to real GDP growth suggest that it peaked at about 2 percentage points in the second half of 2009 and will gradually decline, turning negative in the second half of 2011.

The economy is projected to grow by 3.7 per cent in 2010, 3.1 per cent in 2011, and 1.9 per cent in 2012.

This year should mark the turning point when private sector demand takes over from the public sector as the primary source of growth.

Chart 18: Real GDP growth is expected to moderate from its rapid pace in 2009Q4 and 2010Q1



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Although some slowing is anticipated from the rapid pace registered early in the year, consumer spending is expected to grow robustly throughout the projection horizon, aided by an accommodative monetary policy, gains in employment and labour income, and improved consumer confidence. However, the recent increase in household indebtedness and prospective increases in the debt-service ratio should dampen household spending in the coming years.

Investment in housing is projected to weaken markedly through the remainder of 2010 and well into 2011. This reflects the significant amount of activity that was pulled forward in late 2009 and early 2010 by exceptionally low mortgage rates and the recently expired home renovation tax credit, together with the tightening of mortgage affordability.

Investment in housing is projected to weaken markedly through the remainder of 2010 and well into 2011.

Table 3: Contributions to average annual real GDP growth

Percentage points^a

	2009	2010	2011	2012
Consumption	0.1 (0.1)	1.9 (1.7)	1.7 (1.8)	1.5
Housing	-0.5 (-0.5)	0.6 (0.3)	-0.1 (0.0)	0.1
Government	1.1 (1.0)	1.3 (1.3)	-0.2 (-0.3)	-0.5
Business fixed investment	-2.2 (-1.9)	0.2 (0.1)	0.8 (0.8)	0.8
Subtotal: Final domestic demand	-1.5 (-1.3)	4.0 (3.4)	2.2 (2.3)	1.9
Exports	-4.5 (-4.4)	2.1 (1.9)	1.8 (2.1)	1.4
Imports	4.3 (4.4)	-2.9 (-3.1)	-1.6 (-1.8)	-1.5
Subtotal: Net exports	-0.2 (0.0)	-0.8 (-1.2)	0.2 (0.3)	-0.1
Inventories	-0.9 (-1.2)	0.5 (0.7)	0.7 (0.9)	0.1
GDP	-2.6 (-2.5)	3.7 (2.9)	3.1 (3.5)	1.9
Memo items:				
Potential output	1.2 (1.2)	1.5 (1.5)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9) ^b
Real gross domestic income (GDI)	-5.8 (-5.9)	5.6 (4.2)	3.7 (4.6)	2.4

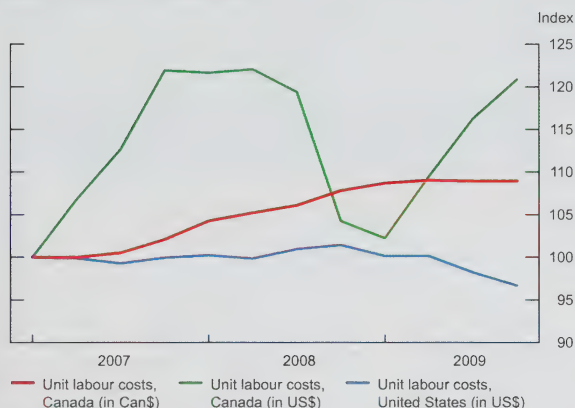
a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report*.

b. This assumption is from the October 2009 *Monetary Policy Report*.

Chart 19: The more rapid rise in unit labour costs and the appreciation of the Canadian dollar have reduced our competitive position vis-à-vis the United States

Unit labour costs

Index: 2007Q1 = 100, quarterly data



Sources: U.S. Bureau of Labor Statistics, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Last observation: 2009Q4

The gradual recovery in business investment that started at the beginning of 2010 is expected to intensify over the projection horizon, driven by improved economic prospects and the need to increase productivity in a more competitive international environment. The Bank's outlook for investment spending in 2010 is consistent with the results reported in its spring *Business Outlook Survey* and Statistics Canada's 2010 *Beginning-of-Year Survey of Private and Public Investment Intentions*. With respect to business inventories, the adjustment required to return the stock-to-sales ratio to a more sustainable level appears to be largely completed, which should provide support to real GDP growth over the projection horizon.

Exports are projected to rise over the projection horizon, in response to growing external demand and higher world commodity prices. The persistent strength of the Canadian dollar and rising unit labour costs will, however, dampen the expansion (**Chart 19**). Export growth in 2011 is projected to be somewhat weaker than assumed in January, owing to more subdued prospects for U.S. economic activity and the higher value assumed for the Canadian dollar. Import volumes are also projected to grow at a somewhat slower pace over the projection horizon, reflecting the revised outlook for growth in domestic demand and exports.

The Projection for Inflation

With the higher amount of expenditures brought forward resulting in somewhat smaller excess supply, as well as a more gradual deceleration in wages than previously anticipated, inflationary pressures are slightly more pronounced than expected in January.

The Bank's base-case projection for inflation now incorporates estimates for the effect of the sales tax harmonization in Ontario and British Columbia. Effective 1 July 2010, both provinces will harmonize their provincial sales tax with the federal goods and services tax. As a result, a broader range of goods and services will be taxed in Ontario and British Columbia. According to the Bank's calculations, the direct impact will be a temporary rise of

The recovery in business investment is expected to intensify, driven by improved economic prospects and the need to increase productivity.

Inflationary pressures are slightly more pronounced than expected in January.

Table 4: Summary of the base-case projection for Canada^a

	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	5.0 (3.3)	5.8 (3.5)	3.8 (4.3)	3.5 (4.0)	3.5 (3.8)	3.3 (3.8)	2.8 (3.3)	1.9 (2.8)	1.9 (2.2)	1.9	1.9	1.9	1.9
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.2 (-1.5)	2.0 (1.0)	3.9 (2.9)	4.5 (3.8)	4.2 (3.9)	3.6 (4.0)	3.3 (3.7)	2.9 (3.4)	2.5 (3.0)	2.1	1.9	1.9	1.9
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	2.0 (1.6)	1.9 (1.7)	1.8 (1.7)	1.8 (1.8)	1.7 (1.8)	1.7 (1.9)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI ^b (year-over-year percentage change)	0.8	1.7	1.7	2.4	2.4	2.4	2.3	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST (year-over-year percentage change)	0.8 (0.9)	1.7 (1.6)	1.7 (1.8)	2.0 (1.8)	2.1 (1.9)	2.1 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0
WTI ^c (level)	76 (76)	79 (81)	86 (83)	88 (84)	89 (86)	89 (87)	90 (88)	90 (88)	90 (89)	91	91	91	91

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report*.

b. The total CPI projection presented here includes the effect of the HST, while the projection presented in the January *Report* did not.

c. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 April 2010.

0.6 percentage points in the year-over-year rate of increase of total CPI between July 2010 and June 2011.² As part of the shift to the harmonized sales tax (HST), most taxes currently paid on business inputs will be refunded through tax credits. This reduction in production costs should have some offsetting effect on consumer prices over time. The extent and the timing of this effect are particularly difficult to assess. The Bank's base-case projection assumes that these cost savings will be transmitted gradually during the second half of the year, eventually reducing core and total CPI by a cumulative 0.3 percentage points. As has been the case with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank will look through the first-round effect of the tax harmonization on prices.

Core inflation is expected to ease slightly in 2010 as the effect of temporary factors dissipates and tax refunds to businesses (resulting from the introduction of the HST) are passed through to consumers (**Table 4**).³ With inflation expectations well anchored, core inflation is expected to remain near 2 per cent throughout the projection period. The effect of the recent slowing in wage growth, together with improvements in labour productivity, is offset by the gradual absorption of excess supply (**Chart 20**).

Total CPI inflation, excluding the effect of the HST, is expected to be slightly higher over the coming year than was projected in the January *Report*. With base-year effects for energy components, notably natural gas, dropping out of the data, this measure of inflation is expected to return to 2 per cent in mid-2010. Total CPI inflation, including the effect of the HST, is expected to be slightly higher than 2 per cent over the coming year, before returning to the target in the second half of 2011.

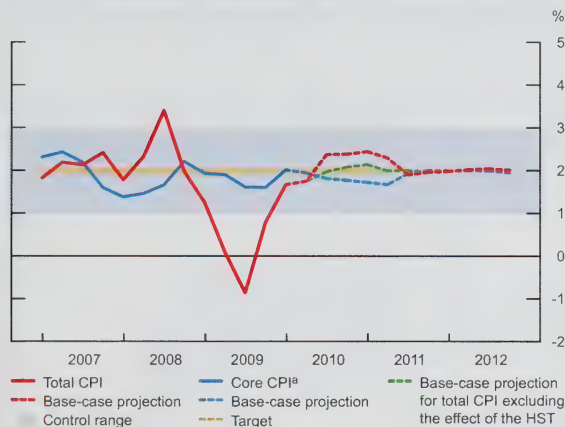
2 This estimate assumes that the proportion of the consumer basket affected by the tax increase is about 15 per cent. Ontario and British Columbia account for 41 and 14 per cent, respectively, of the share of total Canadian household spending on goods and services.

3 This is because while core inflation excludes the effect of changes in indirect taxes paid by the consumer, it does not exclude the effect of taxes paid on business inputs.

Inflation is expected to be close to 2 per cent throughout the projection period.

Chart 20: Total CPI and core inflation in Canada are projected to remain close to the 2 per cent target over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



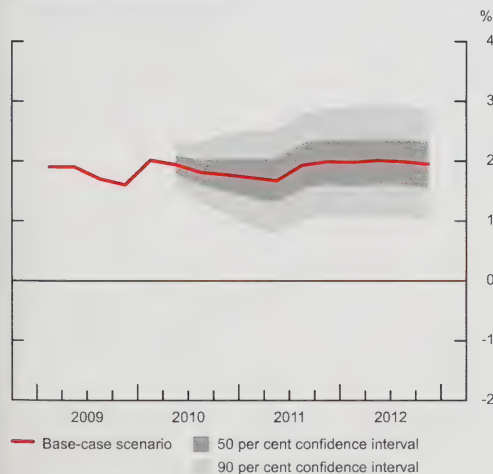
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 21** and **Chart 22** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the second quarter of 2010 to the end of 2012.⁴

Chart 21: Projection for core CPI inflation

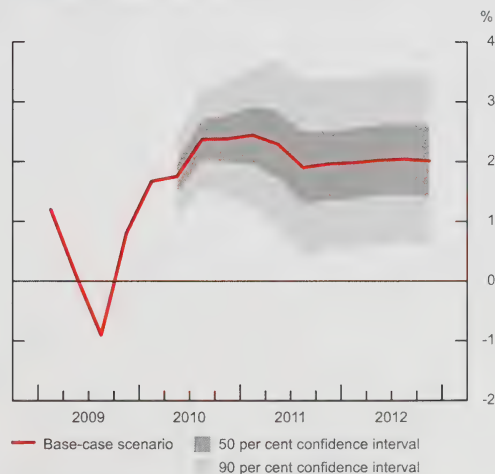
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Chart 22: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

⁴ Technical details on the construction of the fan charts are available at <http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/backgrounder_fancharts.pdf>.

Policy Response

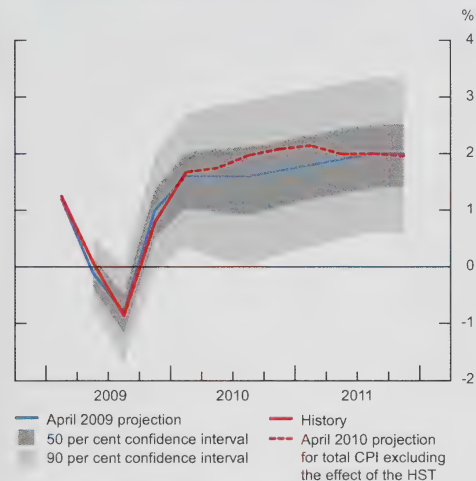
In response to the sharp, synchronous global recession, the Bank lowered its target rate rapidly over the course of 2008 and early 2009 to its lowest possible level. With its conditional commitment introduced in April 2009, the Bank also provided exceptional guidance on the likely path of its target rate. This unconventional policy provided considerable additional stimulus during a period of very weak economic conditions and major downside risks to the global and Canadian economies. With recent improvements in the economic outlook (**Technical Box 1**), the need for such extraordinary policy is now passing, and it is appropriate to begin to lessen the degree of monetary stimulus.

On 20 April, the Bank maintained its target for the overnight rate at 1/4 per cent and removed its conditional commitment. The extent and timing of any additional withdrawal of monetary stimulus will depend on the outlook for economic activity and inflation, and will be consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

The Current Economic Outlook Is Firmer than Envisaged in April 2009

Chart A: Through 2010Q1, total CPI inflation has evolved in line with the April 2009 projection . . .

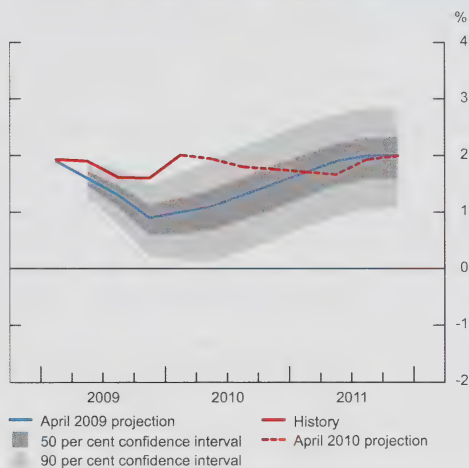
Year-over-year percentage change, quarterly data, CPI



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart B: . . . however, core inflation has been significantly higher than projected a year ago

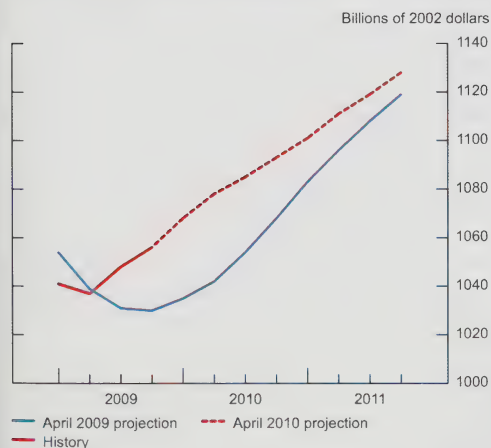
Year-over-year percentage change, quarterly data, core CPI



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart C: Private domestic spending has been more robust than projected

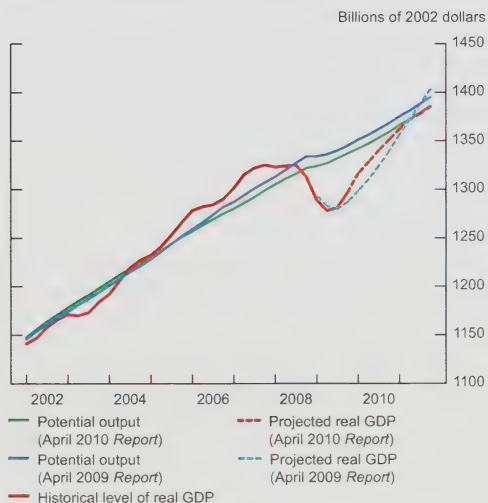
Real private domestic demand, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart D: The level of real GDP has been higher and excess supply more modest than projected

Real GDP, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Risks to the Outlook

Despite the firming of the global and Canadian recoveries, there are still considerable risks around the Bank's outlook.

The main upside risks to inflation are that domestic and international developments will generate more demand for Canadian goods and services than is currently anticipated. Domestically, while private consumption and residential investment have recently grown at an even faster pace than anticipated, the Bank expects a deceleration in the growth of private consumption to a more sustainable rate, as well as a marked weakening in housing activity. However, it is possible that the momentum in domestic demand could be greater than currently expected, owing to buoyant household confidence and easy financing conditions. Internationally, a faster-than-expected global recovery could create additional inflationary pressures by stimulating external demand for Canadian exports and improving the terms of trade.

There are two main downside risks to inflation. First, the global economic recovery could be more protracted than currently projected. The Bank expects that private sector demand will be sufficiently strong once fiscal stimulus measures are unwound. There is a risk, however, that self-sustaining growth in private demand will take longer to materialize than currently expected and will falter as policy stimulus is withdrawn. There is also a risk that sovereign credit concerns could intensify, leading to higher borrowing costs and a more rapid tightening of fiscal policy in some countries. Either of these factors would restrain global private demand relative to the Bank's base-case projection. Second, there is a risk that the combination of the persistent strength of the Canadian dollar and Canada's poor relative productivity performance could exert a larger-than-expected drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While risks to the inflation outlook remain elevated, the Bank judges that they are roughly balanced over the projection horizon.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook. These imbalances narrowed during the recession, as U.S. households curtailed their spending, while domestic demand in Asian emerging-market economies has been boosted by aggressive policy measures. Sustained improvement over the medium term will require fiscal consolidation in the United States and several other advanced countries, together with policy-induced growth in domestic demand and real exchange rate adjustments for surplus countries. In the absence of these conditions, large imbalances may re-emerge, with the attendant risk of disorderly adjustment.

seulement l'assainissement des finances publiques, dans le cas des États-Unis et de plusieurs autres pays industrialisés, mais aussi l'essor de la demande intérieure, favorisé par les autorités, et le rajustement des taux de change réels, dans le cas des pays en excédent. Si ces conditions ne se réalisaient pas, d'importants déséquilibres pourraient réapparaître, de même que le risque connexe d'une correction désordonnée.

Les risques entourant les perspectives

Malgré le raffermissement de la reprise à l'échelle du globe et au Canada, des risques considérables continuent de peser sur les prévisions de la Banque.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait au fait que, sous l'influence de facteurs nationaux et internationaux, la demande de biens et services canadiens pourrait être plus forte qu'on ne l'entrevoit pour le moment. Au Canada, bien que la consommation privée et les investissements dans le secteur résidentiel aient récemment progressé à un rythme encore plus rapide qu'anticipé, la Banque prévoit que la croissance de la consommation privée ralentira pour revenir à un taux plus soutenable et que l'activité dans le secteur du logement connaîtra un repli sensible. Il se pourrait néanmoins que l'élan de la demande intérieure dépasse les attentes actuelles en raison du niveau de confiance très élevé des ménages et du caractère favorable des conditions de financement. Sur la scène mondiale, une reprise plus rapide qu'escompté pourrait créer des pressions inflationnistes additionnelles en stimulant la demande d'exportations canadiennes et en améliorant les termes de l'échange.

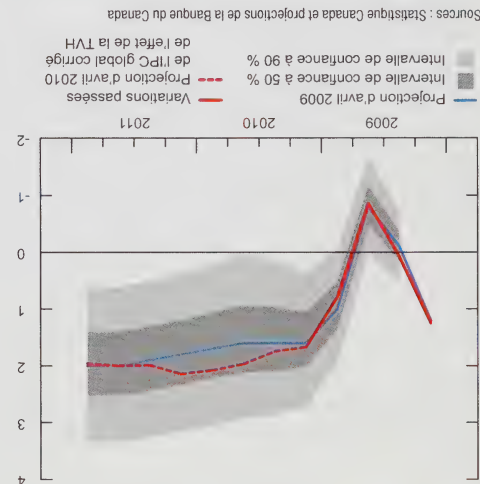
Il existe deux principaux risques à la baisse concernant l'inflation. Premièrement, la reprise économique mondiale pourrait être plus lente que projeté en ce moment. La Banque s'attend à ce que la demande du secteur privé soit suffisamment forte que les mesures de relance budgétaire auront pris fin. Il se pourrait cependant qu'elle prenne plus de temps qu'il n'est prévu actuellement pour progresser d'elle-même et qu'elle fléchisse lorsque les politiques de relance seront abolies. Il est également possible que les inquiétudes liées au crédit souverain s'intensifient, ce qui provoquerait une hausse des coûts d'emprunt et un resserrément plus rapide des politiques budgétaires dans certains pays. L'un ou l'autre de ces facteurs entraînerait une baisse de la demande privée mondiale par rapport à la projection établie par la Banque dans son scénario de référence. Deuxièmement, la vigueur persistante du dollar canadien, conjuguée au piètre bilan du pays au chapitre de la production relative, pourrait brider la croissance d'une façon plus marquée que prévu et ajouter aux pressions à la baisse sur l'inflation.

Quoi que les risques entourant les perspectives en matière d'inflation demeurent élevés, la Banque est d'avis qu'ils sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

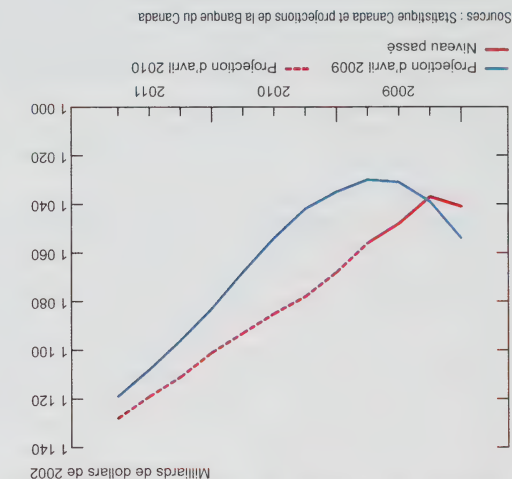
À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Ces déséquilibres se sont certes atténués durant la récession, les ménages américains ayant comprimé leurs dépenses, tandis que les économies émergentes asiatiques voyaient leur demande intérieure stimulée par un train de mesures énergiques. Toutefois, une amélioration soutenue à moyenne échéance suppose non

Les perspectives économiques actuelles sont plus positives qu'on ne l'envisageait en avril 2009

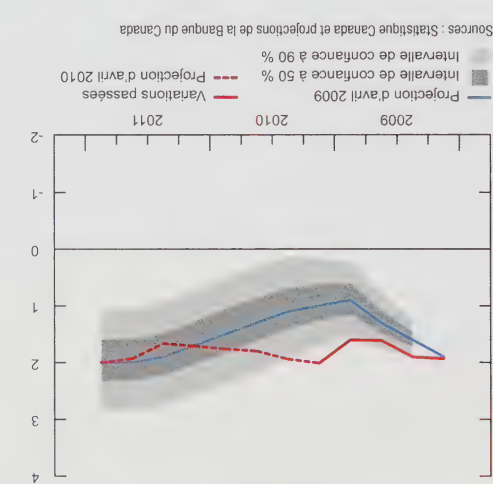
Graphique A : Tout au long du premier trimestre de 2010, l'inflation mesurée par l'IPC global a évolué d'une façon conforme à la projection d'avril 2009...



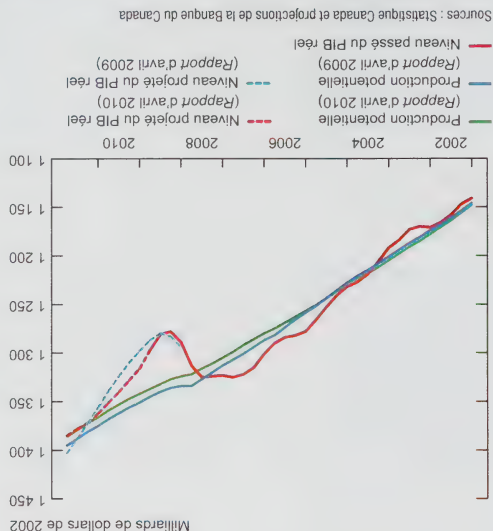
Graphique C : La dépense intérieure du secteur privé s'est avérée plus robuste que prévu



Graphique B : ... mais l'inflation mesurée par l'indice de référence a été nettement plus élevée que ce qui avait été prévu il y a un an



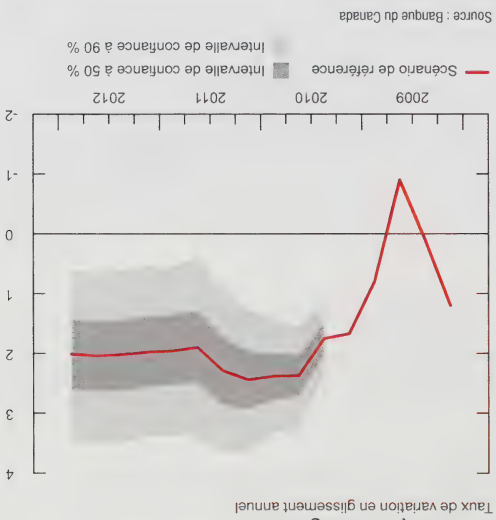
Graphique D : Le niveau du PIB réel a été plus élevé et l'offre excédentaire plus modérée que prévu



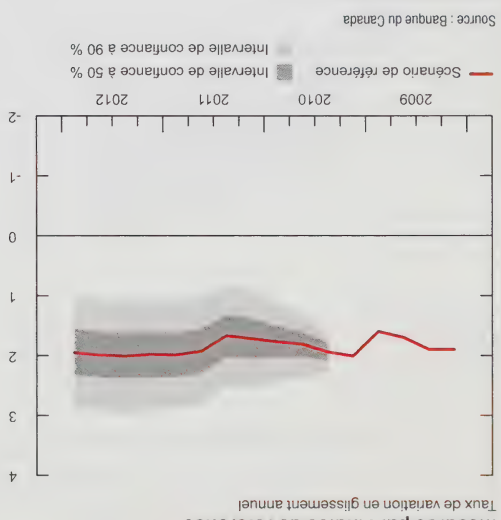
En réaction à la récession prononcée et synchronisée à l'échelle du globe, la Banque a abaissé rapidement le taux cible du financement à un jour en 2008 et au début de 2009 pour l'établir au plus bas niveau possible. Grâce à l'engagement conditionnel qu'elle a pris en avril 2009, elle a aussi donné des indications extraordinaires quant à la trajectoire probable du taux directeur. Cette politique non traditionnelle a fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne. À la faveur de l'amélioration récente des perspectives économiques (Note technique), ces politiques exceptionnelles deviennent moins nécessaires et il convient de commencer à atténuer la détente monétaire en place.

Le 20 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et a mis fin à son engagement conditionnel. L'ampleur de tout nouveau resserrement de la politique monétaire et le moment où la Banque y procédera seront fonction des prévisions concernant l'activité économique et l'inflation et seront compatibles avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

Graphique 22 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global



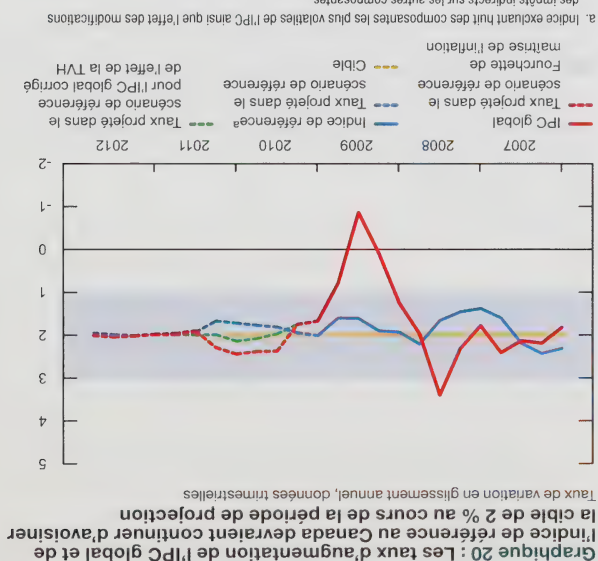
Graphique 21 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence



4 On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/tr/pm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

L'inflation mesurée par l'IPC global, exclusion faite des effets de la TVH, devrait être un peu plus élevée au cours de la prochaine année qu'on ne l'avait projeté dans le *Rapport* de janvier. Les effets de la faiblesse temporaire des prix des composantes énergétiques — notamment du gaz naturel — cessant de se refléter dans les données, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait retourner à 2 % à la mi-2010. Si l'on prend en compte les effets de la TVH, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer légèrement au-dessus de 2 % au cours de la prochaine année, avant de regagner la cible au second semestre de 2011.

L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 21** et **22** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2010 à la fin de 2012⁴.



global entre juillet 2010 et juin 2011². Dans le cadre de la mise en place de la taxe de vente harmonisée (TVH), la plupart des taxes payées actuellement sur les intrants des entreprises seront remboursées au moyen de crédits d'impôt. Cette réduction des coûts de production devrait entraîner au fil du temps un certain effet compensatoire sur les prix à la consommation. Mais il est particulièrement difficile d'évaluer l'ampleur de cet effet et le moment où il se fera sentir. Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que ces économies se transmettront graduellement au cours du second semestre de l'année et finiront par représenter au total une diminution de 0,3 point de pourcentage des taux de variation de l'indice de référence de l'IPC global. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impôts indirects par le passé, la Banque fera abstraction des effets initiaux de la taxe sur les prix aux fins de la politique monétaire.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait diminuer légèrement en 2010, à mesure que l'effet des facteurs temporaires se dissipera et que les remboursements de taxes aux entreprises (résultant de l'entrée en vigueur de la TVH) seront répercutés sur les consommateurs (**Tableau 4**)³. Étant donné que les attentes d'inflation sont bien ancrées, le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait rester près de la cible tout au long de la période de projection. L'influence du récent ralentissement de la croissance des salaires, couplée à l'amélioration de la productivité du travail, sera contrebalancée par la résorption graduelle de l'offre excédentaire (**Graphique 20**).

Tableau 4 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

	2009				2010				2011				2012			
	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e
PB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	5,0	(3,5)	(4,3)	(4,0)	(3,8)	(3,8)	(3,3)	(2,8)	1,9	(2,8)	(2,8)	(2,2)	1,9	1,9	1,9	1,9
PB réel (taux de variation annuel)	-1,2	2,0	3,9	4,5	4,2	3,6	3,3	2,9	2,5	(3,0)	(3,0)	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(-1,5)	(1,0)	(2,9)	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(3,7)	(3,4)	2,1	(3,0)	(3,0)	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	1,9	2,0	(2,0)	(2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global ^b (taux de variation en glissement annuel)	1,6	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,9)	(2,0)	2,0	(2,0)	(2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global ^b hors effet de la TVH (taux de variation en glissement annuel)	0,8	1,7	1,7	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH (taux de variation en glissement annuel)	0,8	1,7	1,7	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	(2,0)	(2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI ^c (niveau)	76	79	86	88	89	89	87	(88)	90	(88)	(88)	90	91	91	91	91

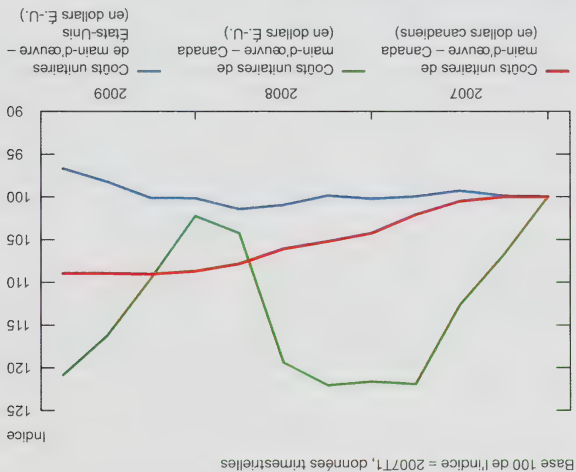
a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Contrairement à celles dont faisait état le *Rapport* de janvier, les valeurs projetées de l'IPC global présentées ici intègrent l'effet de la TVH.
c. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ C.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 avril 2010.

2 On prend pour hypothèse que la proportion du panier de consommation touchée par cette hausse fiscale s'élèvera à environ 15 %. L'Ontario et la Colombie-Britannique comptent respectivement pour 41 % et 14 % de la dépense totale des ménages canadiens au titre des biens et services.
3 Cela tient au fait que l'indice de référence exclut l'effet des modifications des impôts indirects payés par le consommateur, mais qu'il n'exclut pas l'effet des modifications des impôts indirects touchant les intrants.

ratio stocks/ventes à un niveau plus soutenable semble être essentiellement achevé, ce qui devrait appuyer la progression du PIB réel au cours de la période de projection.

On entrevoit que les exportations augmenteront durant la période de projection, sous l'effet de la croissance de la demande extérieure et de la hausse des prix mondiaux des produits de base. La vigueur persistante du dollar canadien et l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre viendront cependant freiner leur expansion (Graphique 19). La croissance des exportations en 2011 devrait être un peu plus faible qu'on ne l'espérait en janvier, en raison des perspectives plus modérées de l'activité aux États-Unis et de la valeur plus élevée postulée pour le dollar canadien. Le volume des importations devrait également progresser à un rythme quelque peu plus lent au cours de la période de projection, compte tenu des nouvelles prévisions concernant la croissance de la demande intérieure et des exportations.

Graphique 19 : La hausse plus rapide des coûts unitaires de main-d'œuvre au Canada et l'appréciation de notre dollar ont réduit notre compétitivité par rapport aux États-Unis



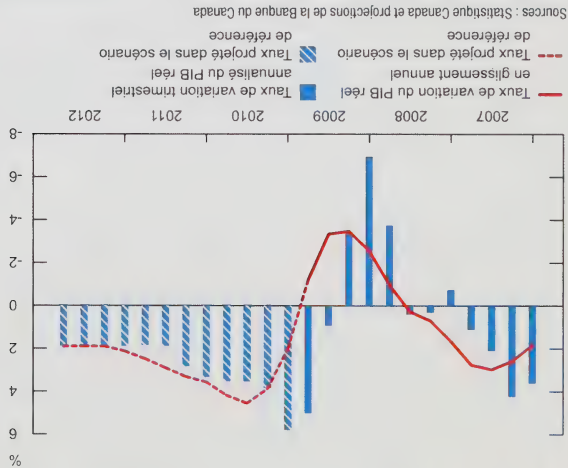
La projection en matière d'inflation

Comme le niveau supérieur des dépenses qui ont été devancées se traduit par une offre excédentaire un peu plus faible, ainsi que par une décélération des salaires plus graduelle qu'espérée précédemment, les pressions inflationnistes se font légèrement plus prononcées qu'on ne l'envisageait en janvier.

Le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation tient maintenant compte de l'incidence estimative de l'harmonisation des taxes de vente en Ontario et en Colombie-Britannique. À compter du 1^{er} juillet 2010, ces deux provinces harmoniseront leur taxe de vente provinciale avec la taxe fédérale sur les produits et services. En conséquence, une gamme élargie de biens et de services seront taxés en Ontario et en Colombie-Britannique. Selon les calculs de la Banque, l'incidence directe de cette mesure sera une hausse temporaire de 0,6 point du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC.

Les pressions inflationnistes se font légèrement plus prononcées qu'on ne l'envisageait en janvier.

Graphique 18 : La croissance du PIB réel devrait ralentir par rapport à la cadence rapide affichée au quatrième trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

En points de pourcentage*

	2009	2010	2011	2012
Consommation	0,1 (0,1)	1,9 (1,7)	1,7 (1,8)	1,5
Logement	-0,5 (-0,5)	0,6 (0,3)	-0,1 (0,0)	0,1
Administrations publiques	1,1 (1,0)	1,3 (1,3)	-0,2 (-0,3)	-0,5
Investissements fixes des entreprises	-2,2 (-1,9)	0,2 (0,1)	0,8 (0,8)	0,8
Total partiel : demande intérieure finale	-1,5 (-1,3)	4,0 (3,4)	2,2 (2,3)	1,9
Exportations	-4,5 (-4,4)	2,1 (1,9)	1,8 (2,1)	1,4
Importations	4,3 (4,4)	-2,9 (-3,1)	-1,6 (-1,8)	-1,5
Total partiel : exportations nettes	-0,2 (0,0)	-0,8 (-1,2)	0,2 (0,3)	-0,1
Stocks	-0,9 (-1,2)	0,5 (0,7)	0,7 (0,9)	0,1
PIB	-2,6 (-2,5)	3,7 (2,9)	3,1 (3,5)	1,9
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,2 (1,2)	1,5 (1,5)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	-5,8 (-5,9)	5,6 (4,2)	3,7 (4,6)	2,4

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier du Rapport sur la politique monétaire.

b. Chiffre tiré du Rapport sur la politique monétaire d'octobre 2009

La reprise graduelle des investissements des entreprises qui a commencé au début de 2010 devrait s'intensifier pendant la période de projection, du fait de l'amélioration des perspectives économiques et de la nécessité d'augmenter la productivité dans un contexte international plus concurrentiel. Les prévisions de la Banque quant aux dépenses d'investissement en 2010 cadrent avec les résultats de son enquête du printemps sur les perspectives des entreprises et ceux de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les secteurs privé et public réalisée au début de l'année 2010. En ce qui a trait aux stocks des entreprises, l'ajustement exigé pour ramener le

La reprise des investissements des entreprises devrait s'intensifier, du fait de l'amélioration des perspectives économiques et de la nécessité d'augmenter la productivité.

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

L'offre et la demande globales

La Banque tient compte dans son scénario de référence des principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 99 cents E.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la poursuite de l'amélioration graduelle des conditions du crédit à l'échelle internationale.

Le profil de croissance de l'économie canadienne montre une expansion plus prononcée en début de période que celui présenté dans le *Rapport* de janvier. Compte tenu de la progression du PIB réel beaucoup plus forte qu'escompté au quatrième trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010, la Banque estime maintenant que le taux de croissance redescendra plus rapidement à son niveau tendanciel (**Graphique 18**). Cette révision à la baisse du rythme de croissance entre le deuxième trimestre de 2010 et la fin de 2011 tient à l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance des autorités publiques ont entraîné un dévancement à la fin de 2009 et au début de 2010 d'un volume de dépenses nettement plus grand que prévu, aux perspectives de croissance légèrement plus faibles de l'économie américaine à partir du second semestre de cette année et au niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien. La Banque entrevoit maintenant que la croissance du PIB atteindra, en moyenne annuelle, 3,7 % en 2010 avant de ralentir progressivement pour s'établir à 3,1 % en 2011 et à 1,9 % en 2012 (**Tableau 3**). Elle s'attend à ce que l'économie renoue avec son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tôt que projeté en janvier.

L'année 2010 devrait voir la demande du secteur privé prendre le relais du secteur public comme principale source de croissance. D'ici 2011, le secteur privé devrait devenir l'unique moteur de la progression de la demande intérieure au pays. À cet égard, les estimations de la Banque concernant la contribution des dépenses publiques à l'expansion du PIB réel laissent penser qu'elle a culminé à environ 2 points de pourcentage au second semestre de 2009 et qu'elle se repliera graduellement, pour devenir négative au second semestre de 2011. Bien qu'on s'attende à un certain ralentissement par rapport à la cadence rapide enregistrée au début de l'année, les dépenses de consommation devraient afficher une croissance robuste tout au long de la période de projection, à la faveur de la détente monétaire, des gains au chapitre de l'emploi et du revenu du travail, ainsi que du regain de confiance des consommateurs. Toutefois, la hausse récente de l'endettement des ménages et l'accroissement futur du ratio du service de la dette devraient modérer la dépense des ménages dans les années à venir. Les investissements dans le secteur du logement devraient diminuer sensiblement durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011, compte tenu de l'importante activité qui a été devancée à la fin de 2009 et au début de 2010 (en raison des taux hypothécaires exceptionnellement bas et du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire qui a récemment pris fin), combinée au renchérissement des prêts hypothécaires et au resserrement de leurs conditions d'octroi.

La Banque prévoit que l'économie progressera de 3,7 % en 2010, de 3,1 % en 2011 et de 1,9 % en 2012.

L'année 2010 devrait voir la demande du secteur privé prendre le relais du secteur public comme principale source de croissance.

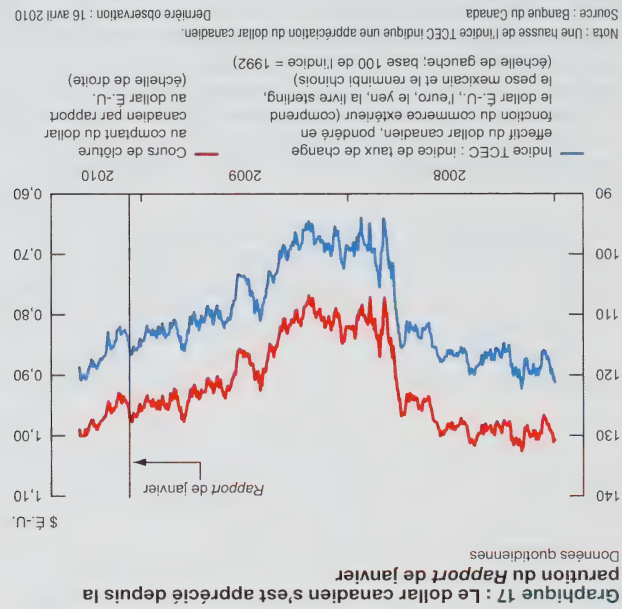
Les investissements dans le secteur du logement devraient diminuer sensiblement durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011.

sociétés, et qu'elles se sont stabilisées pour ce qui est des petites entreprises et des sociétés commerciales, après s'être resserrées pendant plusieurs trimestres consécutifs. Un portrait similaire se dégage de l'enquête sur les perspectives des entreprises : les grandes sociétés continuent de faire état d'un relâchement, tandis que les petites et moyennes entreprises estiment que les normes d'octroi de prêts se sont dans l'ensemble resserrées.

Conformément à l'évolution du cycle économique observée au début des années 1990, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises est demeurée faible au cours des derniers mois, en dépit de la remontée naissante du PIB réel global.

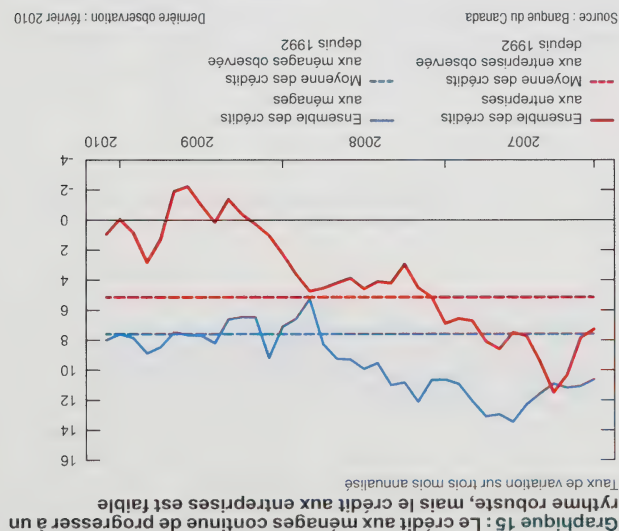
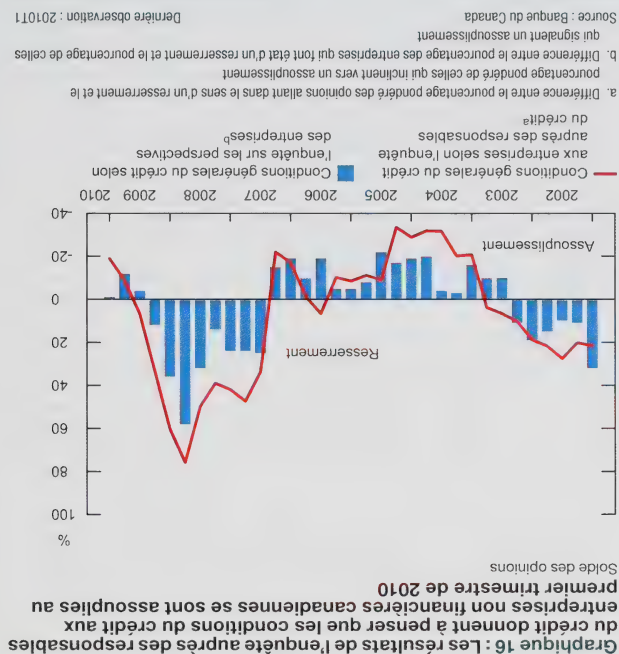
Le taux de change

Le dollar canadien s'est apprécié depuis la parution du *Rapport de janvier* et, récemment, il s'est établi en moyenne aux alentours de 99 cents £.-U., soit à un niveau d'environ 3 % plus élevé que le chiffre de 96 cents £.-U. postulé en janvier (Graphique 17).



Les résultats des plus récentes enquêtes de la Banque montrent que les conditions de prêt se sont encore assouplies dans le cas des grandes sociétés.

Les coûts d'emprunt effectifs des firmes canadiennes sont aussi restés très peu élevés. Pour le premier trimestre de 2010, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit (<http://www.banqueducanada.ca/fr/sios/pdf/sios2010T1.pdf>) (Graphique 16) montrent que les conditions de prêt se sont encore assouplies dans le cas des grandes

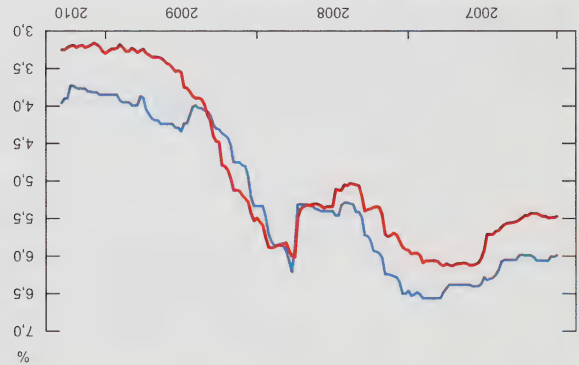


Les conditions financières au Canada ont fourni un soutien continu à la reprise économique.

Les conditions financières au Canada ont été favorables ces derniers mois, et ont ainsi fourni un soutien continu à la reprise économique. Vu l'abondante liquidité des marchés monétaires, les coûts de financement des banques canadiennes sont demeurés très faibles. Les coûts d'emprunt effectifs des ménages canadiens sont également restés à un niveau exceptionnellement bas, malgré une certaine hausse des taux hypothécaires (**Graphique 14** et **Tableau 2**). Dans ce contexte, tant le crédit hypothécaire que le crédit à la consommation ont continué de croître à un rythme encore plus rapide que prévu (**Graphique 15**), ce qui a alimenté les dépenses des ménages et les investissements dans le logement.

Graphique 14 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires



Notes : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.
Source : calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : 16 avril 2010

Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises

En pourcentage

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux hypothécaire variable estimatif	Taux hypothécaire à cinq ans	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme de sociétés
31 juillet 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 octobre 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
24 janvier 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32
17 juillet 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 octobre 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
22 janvier 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46	5,32
23 juillet 2009	0,25	2,25	2,65	5,85	0,44	4,54
22 octobre 2009	0,25	2,25	2,25	5,80	0,43	4,06
21 janvier 2010	0,25	2,25	2,05	5,47	0,44	3,72
16 avril 2010	0,25	2,25	1,75	6,10	0,57	4,20

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

L'inflation mesurée par l'IPC global en janvier et en février n'a été que légèrement supérieure aux projections.

Graphique 13 : L'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus élevée que prévu
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



appréciable de certains prix réglementés (p. ex., communications, droits de scolarité et services de cablo-distribution). Cette résilience tient à la décadence plus lente que prévu des salaires, étant donné que les coûts de main-d'œuvre représentent une part importante des coûts totaux de production des services pris en considération. Les frais de logement ont aussi augmenté à un rythme supérieur aux pronostics, du fait que la demande dans ce secteur s'est redressée plus rapidement qu'espéré, compte à la faveur du dévancement de certaines dépenses par les ménages.

Dans l'ensemble, le taux de variation sur douze mois de l'IPC global en janvier et en février n'a été que légèrement supérieur aux chiffres avancés dans le *Rapport* de janvier, puisque l'accélération plus forte que prévu de l'inflation fondamentale a été compensée en partie par le fait que les prix de certaines composantes volatiles, en particulier l'énergie et les légumes, ont été plus bas qu'on ne s'y attendait.

Étant donné que la reprise de l'activité économique au Canada se raffermi, tout comme les prix de l'énergie, les indicateurs des attentes d'inflation à court terme se sont élevés pour se rapprocher de la cible de 2 % dans les derniers mois. Selon les compilations de Consensus Economics parues en avril, l'IPC global devrait gagner 1,9 % en 2010. Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises publiés ce printemps contiennent de montrer que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation que s'est donnée l'institution, bien qu'une proportion plus importante des firmes (40 %) envisage le maintien de l'inflation dans la moitié supérieure de cette fourchette. En outre, les mesures des attentes d'inflation à long terme qui se fondent sur le marché se situent toujours à l'intérieur de la fourchette observée par le passé. Compte tenu, entre autres, de ces éléments d'information, la Banque juge que les attentes d'inflation à moyen et à long terme restent solidement ancrées à la cible d'inflation de 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée ferme au cours de la dernière année en raison de la résilience des prix des services intégrés à cet indice.

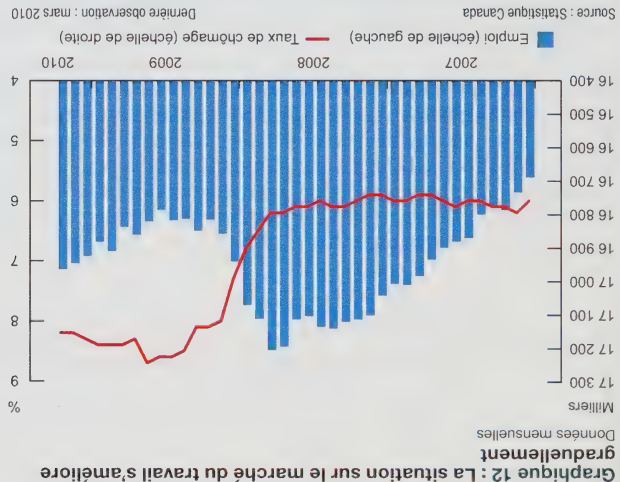
L'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus élevée qu'on ne l'espérait en janvier, sous l'effet à la fois de facteurs temporaires et de facteurs plus fondamentaux.

La Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2010.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus élevée qu'on ne l'espérait en janvier, sous l'effet à la fois de facteurs temporaires et de facteurs plus fondamentaux. Alors qu'on s'attendait à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence demeure relativement stable à court terme, il est passé de 1,5 % en novembre à 2,1 % en février (Graphique 13). Cette augmentation s'explique en partie par des facteurs temporaires, tels que le profil inusité des prix des véhicules automobiles neufs depuis l'inclusion des services d'hébergement associée à la tenue des Jeux olympiques de 2010 à Vancouver. Plus généralement, malgré l'importante offre excédentaire au sein de l'économie, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée ferme au cours de la dernière année en raison de la résilience des prix de certaines composantes des services intégrés à l'indice de référence, dont une hausse

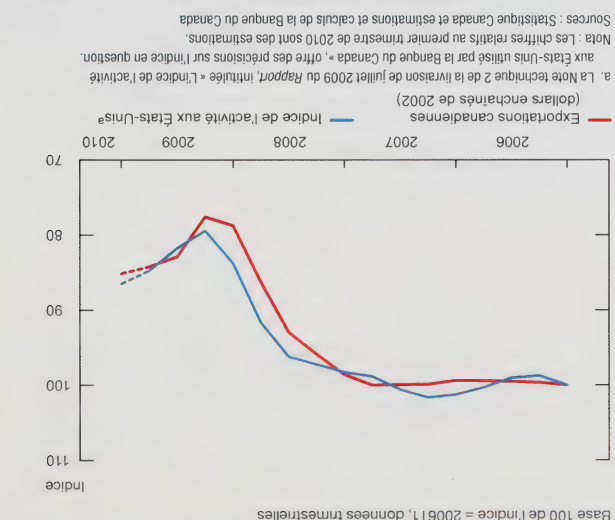
L'inflation et la cible de 2 %

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et pris en compte la faiblesse de la production potentielle associée à la restructuration en cours de divers secteurs de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2010.

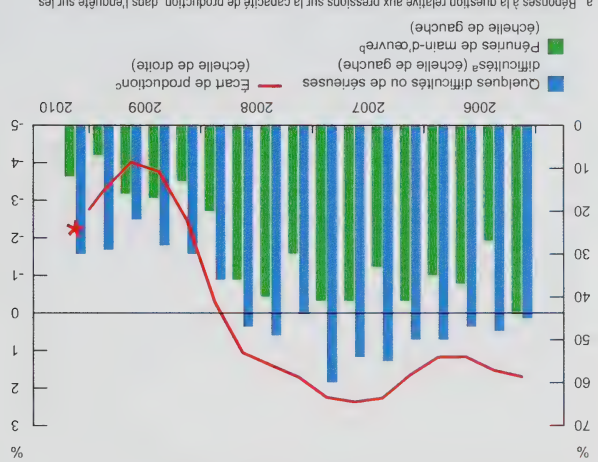


sont demeurées limitées au premier trimestre, puisque la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande était toujours faible. Des indicateurs récents portent à croire que la situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer graduellement, dans la foulée du redressement du PIB réel. Le niveau de l'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées ont commencé à remonter au milieu de 2009 et le taux de chômage s'est inscrit en légère baisse, bien que son niveau demeure relativement élevé (Graphique 12). Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises publiés au printemps, le pourcentage des firmes faisant état de pénuries de main-d'œuvre n'a que peu augmenté par rapport au creux observé au quatrième trimestre de 2009.

Graphique 10 : Le niveau des exportations canadiennes demeure déprimé en raison notamment de la faiblesse de l'activité aux États-Unis



Graphique 11 : Bien qu'elle demeure considérable, l'offre excédentaire affichée par l'économie canadienne a commencé à se contracter au quatrième trimestre de 2009



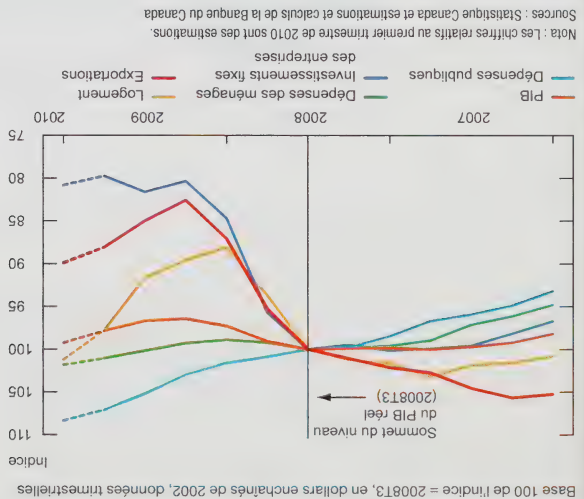
a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.

c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2010 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 5,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T1

Graphique 9 : La résilience des dépenses des ménages et l'augmentation soutenue des dépenses publiques ont alimenté l'activité économique



Bien que l'accroissement du PIB réel aux deux derniers trimestres ait été plus soutenu qu'on ne l'espérait, il n'est pas inhabituel, à ce stade du cycle économique, d'observer une poussée temporaire de la croissance. Afin de mettre en perspective la récession et la reprise récentes, il est utile d'examiner les principales composantes de la demande globale en fonction des niveaux atteints. La tenue relative de ces composantes diffère de manière notable selon celles qui sont envisagées (**Graphique 9**). La vigueur des dépenses publiques et, à un degré moindre, celle des dépenses des ménages ont amorti sensiblement le ralentissement de l'activité et facilité la reprise. Par contraste, le niveau des investissements fixes des entreprises est encore très faible. Les exportations demeurent bien en deçà du niveau auquel elles se situaient avant la récession, en raison d'une moins grande compétitivité et de la faiblesse persistante de la demande aux États-Unis (**Graphique 10**). Par suite de cette évolution, le niveau du PIB réel au premier trimestre de 2010 était encore d'environ 1 % inférieur à son sommet du troisième trimestre de 2008, et de quelque 2 % en deçà de son potentiel.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

L'offre excédentaire a commencé à se contracter au quatrième trimestre de 2009, mouvement qui s'est poursuivi au premier trimestre de 2010, l'activité progressant beaucoup plus rapidement que la production potentielle. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production s'est établie à -2,3 % au premier trimestre (**Graphique 11**). Lorsqu'elle évalue les capacités inutilisées, l'institution tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, puisqu'une grande incertitude entoure les estimations de la production potentielle, surtout au sortir d'une récession. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus au printemps (<http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2010/printemps/bos04101.pdf>), les pressions sur la capacité de production

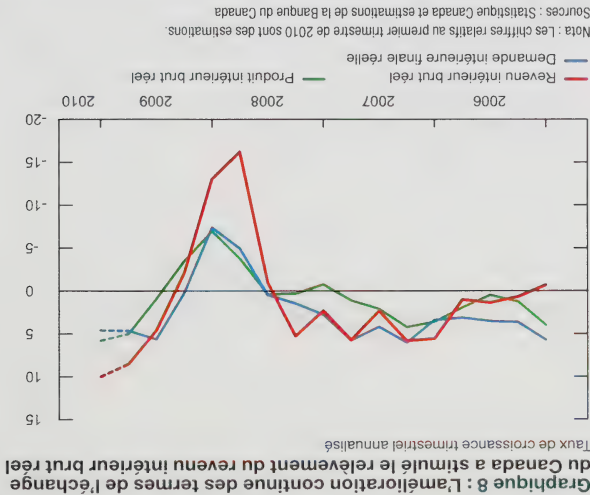
1 Comme en janvier, la Banque estime que le taux d'expansion de la production potentielle a touché un creux de 1,2 % en 2009. Ce taux devrait remonter à 1,5 % en 2010, puis passer à 1,9 % en 2011 et 2012.

Des indicateurs récents donnent à penser que l'activité a poursuivi sa croissance prononcée — environ 5,8 % — au premier trimestre de 2010.

importations a été nettement plus faible qu'au trimestre précédent. Le revenu intérieur brut réel s'est accru encore davantage que le PIB réel, sous l'influence d'une nouvelle amélioration des termes de l'échange du Canada (Graphique 8).

La croissance des investissements dans le logement au quatrième trimestre a dépassé les attentes, en raison de l'incidence plus marquée que prévu des bas taux hypothécaires et du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire. Comme on s'y attendait, la part des dépenses publiques dans la croissance du PIB est aussi demeurée substantielle, compte tenu des mesures de relance budgétaire en cours. Les investissements fixes des entreprises ont chuté, annulant la modeste reprise observée au troisième trimestre. Les entreprises sont restées prudentes, attendant d'obtenir de plus amples preuves que le redressement de la demande n'est pas seulement passager, surtout aux États-Unis. Malgré tout, l'avance des exportations a été plus forte qu'escompté, grâce à la reprise plus ferme de l'activité économique américaine. Parallèlement, les importations se sont inscrites en légère hausse, à la suite d'une poussée exceptionnelle au troisième trimestre. Dans l'ensemble, les ventes ont bondi au quatrième trimestre, et les entreprises ont réduit leurs stocks à un rythme plus rapide qu'au troisième trimestre, ce qui a fait encore reculer le ratio stocks/ventes.

Des indicateurs récents donnent à penser que l'activité a poursuivi sa croissance prononcée — environ 5,8 % — au premier trimestre de 2010, sous l'impulsion d'un essor généralisé de la demande intérieure, de nouveaux gains au chapitre des exportations et du début d'une inversion du cycle des stocks. Le fait que les ménages se soient empressés de tirer profit du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire avant que celui-ci n'expire, le 31 janvier 2010, a encore stimulé, de façon temporaire, les investissements dans le secteur résidentiel. En outre, la Banque s'attend à ce que les investissements des entreprises aient entamé leur hausse cyclique, selon ce que laissent entrevoir de récents indicateurs, qui évoquent un redressement marqué dans le secteur du pétrole et du gaz naturel et les industries de fabrication de biens connexes.



La reprise au Canada se révèle un peu plus rapide qu'on ne l'entrevoyait dans le Rapport de janvier, sous l'effet du maintien de la dette monétaire et budgétaire, de l'amélioration des conditions financières, de l'accélération de l'activité économique à l'échelle mondiale, de la bonification des termes de l'échange et du regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs. La hausse plus prononcée qu'escompté du revenu des ménages et de la demande étrangère a donné un nouveau coup de fouet au dernier trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010. On s'attend à ce que le rythme d'expansion du PIB réel se modère en 2010 et 2011, en raison de la vigueur persistante du dollar canadien, du retrait des mesures de relance budgétaire et du développement, ces derniers trimestres, des dépenses des ménages et des investissements dans le secteur du logement à la faveur de l'assouplissement des conditions monétaires. Compte tenu du dynamisme de la croissance au cours des derniers trimestres, la Banque s'attend à ce que le niveau de l'activité au Canada soit plus élevé qu'anticipé précédemment pendant la période 2010-2011 et à ce que l'économie retrouve son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tôt qu'elle ne l'estimait en janvier.

Tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé les projections au cours des derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global a évolué essentiellement comme prévu. La vigueur de l'inflation mesurée par l'indice de référence est attribuable à une combinaison de facteurs temporaires et de facteurs plus fondamentaux, tels que l'intensification de l'activité économique et la rigidité des augmentations de salaire par rapport à la productivité. Ce dernier facteur a contribué à la résilience, au cours de la dernière année, des prix de certains services intégrés à l'indice de référence. Vu la présence d'une offre excédentaire moins importante au sein de l'économie et la décelération plus graduelle des salaires qu'on ne l'avait d'abord envisagé, les tensions inflationnistes sous-jacentes sont légèrement plus prononcées qu'en janvier. Tant le taux d'accroissement de l'indice de référence que celui de l'IPC global (à l'exclusion de l'effet de l'harmonisation des taxes de vente en Ontario et en Colombie-Britannique) devraient avoisiner la cible de 2 % tout au long de la période de projection.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

La modeste reprise entamée au troisième trimestre de 2009 s'est dynamisée sensiblement au quatrième trimestre. Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 5 %, du fait que l'expansion vigoureuse de la demande intérieure finale et des exportations s'est poursuivie et que la hausse des

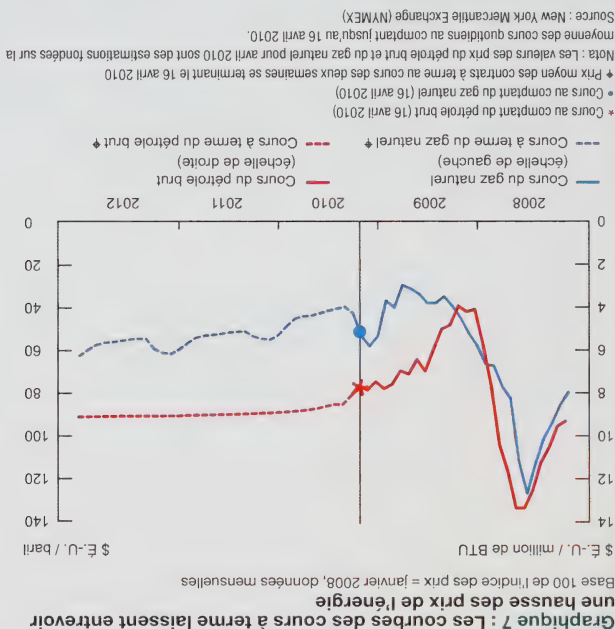
La modeste reprise entamée au troisième trimestre de 2009 s'est dynamisée sensiblement au quatrième trimestre.

La reprise au Canada se révèle un peu plus rapide qu'on ne l'entrevoyait dans le Rapport de janvier.

Tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé les projections au cours des derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global a évolué essentiellement comme prévu.

Les déséquilibres des balances courantes à l'échelle du globe se sont atténués au cours de la récession, mais ils recommencent à s'accroître maintenant que l'économie mondiale se redresse et que les cours des produits de base se raffermissent. Comme l'ont déclaré les chefs d'État et de gouvernements du G20, de nouveaux correctifs s'imposeront à moyen terme afin que la croissance économique mondiale soit vigoureuse, durable et équilibrée.

De nouveaux correctifs s'imposeront à moyen terme afin que la croissance économique mondiale soit vigoureuse, durable et équilibrée.



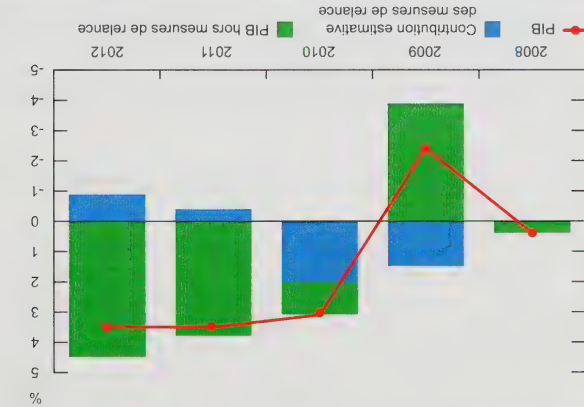
L'indice des prix des produits non énergétiques de la Banque devrait augmenter d'environ 30 % au cours des trois prochaines années, à mesure que l'activité économique reprendra à l'échelle du globe, ce qui cadre en gros avec les projections de janvier de l'institution. À en juger par les marchés de contrat à terme, les cours du pétrole grimperont à quelque 91 dollars américains le baril en 2012, ce qui concorde aussi généralement avec les attentes

énoncées dans le *Rapport de janvier (Graphique 7)*.

La croissance en Chine devrait s'atténuer légèrement en 2011 et 2012, les effets des mesures de relance antérieures commençant à se dissiper et les politiques monétaires et de crédit devenant moins expansionnistes, mais elle devrait se chiffrer en moyenne à quelque 9,0 %. On prévoit également que d'autres économies émergentes connaîtront une solide expansion durant les trois prochaines années, ce qui tient dans bien des cas à la hausse de la demande chinoise d'exportations.

La croissance en Chine devrait s'atténuer légèrement en 2011 et 2012, mais se chiffrer en moyenne à quelque 9,0 %.

Graphique 6 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent actuellement la croissance économique aux États-Unis, mais la demande du secteur privé devrait devenir plus durable dans les années à venir
Données annuelles



Notes : La contribution des mesures de relance à la croissance reflète les effets directs sur le PIB des interventions de relance sur d'autres composantes de la demande globale. Source : Banque du Canada.

l'État. La faible niveau de la demande de consommation en 2010 se reflète dans les perspectives de la Banque relatives aux ventes de véhicules auto-mobiles aux États-Unis, qui restent bien en deçà des niveaux enregistrés avant la crise à l'horizon projeté.

En dépit du fait que le retrait des mesures de relance budgétaire exercera un effet modérateur sur l'activité économique aux États-Unis en 2011 et 2012, le taux de croissance du PIB durant ces deux années devrait encore s'établir à 3,5 % en moyenne. La progression de l'emploi et du revenu des particuliers au cours de la période devrait entraîner une hausse légère mais soutenue des dépenses des ménages. Même si on prévoit que les exportations américaines augmenteront de façon marquée à l'horizon projeté, la contribution positive qu'elles apporteront à la croissance sera probablement contrebalancée par des importations plus élevées jusqu'au début de 2012.

Pour ce qui est de la zone euro, les perspectives sont assombries par l'atonie de la demande intérieure. L'expansion économique en 2010 devrait être alimentée principalement par la hausse des exportations et est essentiellement conforme aux prévisions du *Rapport* de janvier. Toutefois, on s'attend maintenant à ce que la croissance en 2011 soit un peu plus faible. On n'entrevoit pas une reprise robuste avant 2012, en raison de la présence de capacités excédentaires dans de nombreux secteurs, et la consommation devrait être freinée par un redressement modeste des marchés du travail. Les perspectives concernant le Japon demeurent largement inchangées, et la croissance repose fortement sur la demande extérieure. La consommation, qui a été stimulée par les transferts de l'État aux ménages et les programmes d'incitation à l'achat de biens durables, ne devrait pas contribuer de façon importante à l'expansion du PIB. On peut en dire autant des investissements, car les entreprises réduisent leurs capacités excédentaires.

En dépit du fait que le retrait des mesures de relance budgétaire exercera un effet modérateur sur l'activité économique aux États-Unis en 2011 et 2012, le taux de croissance du PIB durant ces deux années devrait encore s'établir à 3,5 % en moyenne.

Les conditions d'octroi de prêts bancaires demeurent contrastées dans les pays qui se trouvent au cœur de la crise. Selon les résultats des dernières enquêtes menées auprès des responsables du crédit aux États-Unis et en Europe, les banques commerciales ont en grande partie cessé de resserer les normes d'octroi de crédit. Toutefois, le durcissement considérable qui s'est opéré au cours des deux dernières années n'est pas encore résorbé, et les petites entreprises en particulier sont toujours aux prises avec un accès limité au crédit. Les banques continuent de réduire leur levier financier et gèrent de manière équilibrée leur exposition au risque.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Les perspectives de l'économie mondiale à court terme se sont légèrement embellies depuis la parution du *Rapport* en janvier, la croissance devant s'établir en moyenne à un peu plus de 4 % jusqu'à la fin de 2012 (Tableau 1). La révision à la hausse des projections pour 2010 reflète le renforcement de la croissance en Chine et dans les pays émergents d'Asie ainsi qu'une nouvelle poussée à court terme des dépenses de consommation aux États-Unis. Dans l'ensemble, toutefois, les perspectives n'ont guère varié : certaines économies de marchés émergentes enregistrent une solide expansion et les économies avancées connaissent une reprise graduelle. La croissance au sein de nombreuses économies repose encore largement sur les mesures de détente budgétaire et monétaire. La demande intérieure privée devrait remonter en 2011, mais de façon modérée dans les économies avancées par rapport aux reprises précédentes. En 2012, cependant, la demande privée devrait être véritablement autosuffisante partout dans le monde.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2009	2010	2011	2012
États-Unis	21	-2,4 (-2,5)	3,1 (2,5)	3,5 (3,9)	3,5
Zone euro	16	-4,1 (-3,9)	1,2 (1,2)	1,6 (2,1)	2,5
Japon	6	-5,2 (-5,3)	2,1 (1,9)	1,7 (2,0)	2,6
Chine	11	8,7 (8,3)	10,2 (9,3)	9,3 (9,2)	8,7
Autres pays	46	-1,4 (-2,0)	4,5 (4,0)	4,1 (4,0)	3,9
Ensemble du monde	100	-1,1 (-1,5)	4,2 (3,7)	4,0 (4,1)	4,1

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des

pouvoirs d'achat pour 2008.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2010 du *Rapport* sur la

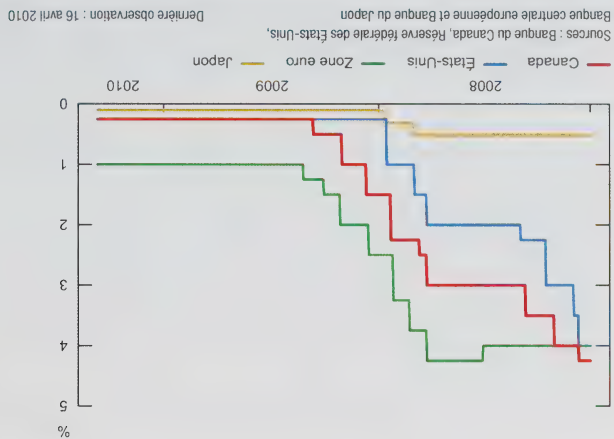
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2009

politique monétaire

Source : Banque du Canada

La progression du PIB américain, en moyenne annuelle, devrait être légère-ment plus élevée en 2010 qu'on ne l'entrevoitait dans la livraison de janvier du *Rapport*, ce qui s'explique en grande partie par une expansion plus vigou-reuse que prévu au quatrième trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010. Les mesures de relance budgétaire demeureront un important moteur de la croissance cette année (Graphique 6), alors que la consommation devrait être relativement contenue et fortement dépendante des concours de

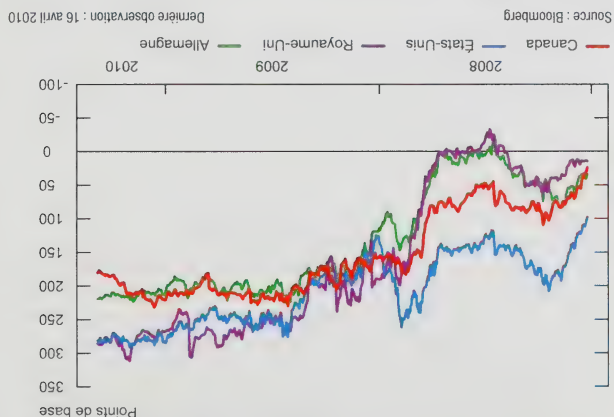
Les perspectives de l'économie mondiale à court terme se sont légèrement embellies, la croissance devant s'établir en moyenne à un peu plus de 4 % jusqu'à la fin de 2012.



Graphique 5 : Les taux directeurs sont demeurés à des creux historiques dans la plupart des pays

obligations d'État à augmenté aux États-Unis et au Canada. Toutefois, l'augmentation dans notre pays a été beaucoup plus prononcée dans le cas des titres à court terme, ce qui a entraîné un aplatissement de la courbe de rendement. Même si les taux directeurs restent extrêmement bas (Graphique 5), les banques centrales de certains petits pays industrialisés et d'économies de marché émergentes ont déjà commencé à majorer leurs taux en réponse au raffermissement de l'activité économique. Les banques centrales ont mis un terme à une bonne part des mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités et des facilités de crédit qu'elles avaient instaurés pendant la crise, car le recours à ces mécanismes a diminué en général à la faveur de l'amélioration constante des conditions financières. Les marchés de la titrisation sont toutefois toujours entravés malgré un certain nombre d'initiatives mises en œuvre par les secteurs public et privé pour les ranimer. L'émission de

Les banques centrales ont mis un terme à une bonne part des mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités et des facilités de crédit qu'elles avaient instaurés pendant la crise.

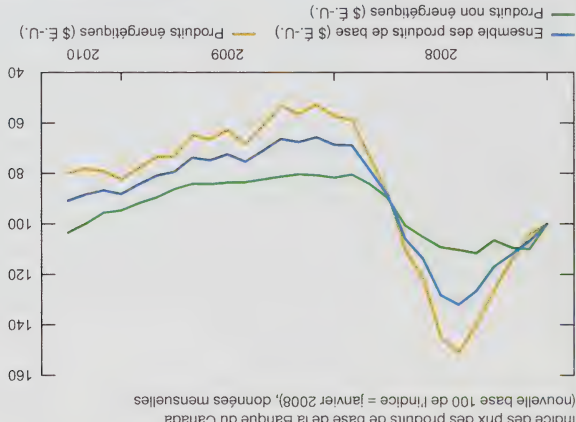


Graphique 4 : Les marchés des obligations d'État reflètent des conditions économiques divergentes

à majorer les taux des prêts hypothécaires, à exiger des mises de fonds plus importantes pour l'achat de logements et à relever le niveau des réserves obligatoires des banques.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a progressé quelque peu par rapport au niveau auquel il s'établissait en janvier dernier, un accroissement des prix du pétrole et des produits non énergétiques, provoqué par un raffermissement de la demande mondiale, ayant été contrecarré en grande partie par une diminution marquée des cours du gaz naturel (Graphique 3). L'augmentation des prix des produits non énergétiques découle principalement d'un renchérissement des métaux communs et d'une hausse des prix du bois d'œuvre associée aux faibles niveaux des stocks. Le repli des prix du gaz naturel tient à des effets saisonniers (le début des températures plus douces) et à l'atonie continue de la demande industrielle aux États-Unis.

Graphique 3 : Les prix des produits de base ont augmenté avec la reprise



Source : Banque du Canada
Dernière observation : mars 2010

L'évolution des marchés financiers mondiaux

Les conditions au sein des marchés financiers internationaux sont restées favorables, les taux d'intérêt à long terme demeurant bas pour un large éventail d'émetteurs, et les écarts, étroits dans les marchés du financement bancaire. L'émission d'obligations de sociétés a été soutenue et les marchés boursiers ont atteint de nouveaux sommets dans de nombreux pays, en réaction à des indicateurs économiques supérieurs aux prévisions et à la vigueur persistante des bénéfices des sociétés. Ce climat positif dans l'environnement des obligations d'État reflète également les conditions économiques divergentes entre divers pays (Graphique 4). Sous l'effet notamment de l'amélioration attendue des perspectives de croissance, le rendement des marchés, mais n'ont pas donné lieu à une contagion plus généralisée entre touchés, concernant la viabilité des finances publiques ont favorisé une hausse du rendement des obligations d'État beaucoup plus notable dans les pays

Les marchés des obligations d'État reflètent également les conditions économiques divergentes entre divers pays (Graphique 4). Sous l'effet notamment de l'amélioration attendue des perspectives de croissance, le rendement des

Les conditions au sein des marchés financiers internationaux sont restées favorables, mais ce climat positif dans l'ensemble a été assombri par une attention accrue accordée au risque souverain.

L'économie chinoise a progressé à un taux supérieur aux pronostics au premier trimestre de 2010 et a été alimentée tant par la demande intérieure que la demande extérieure.

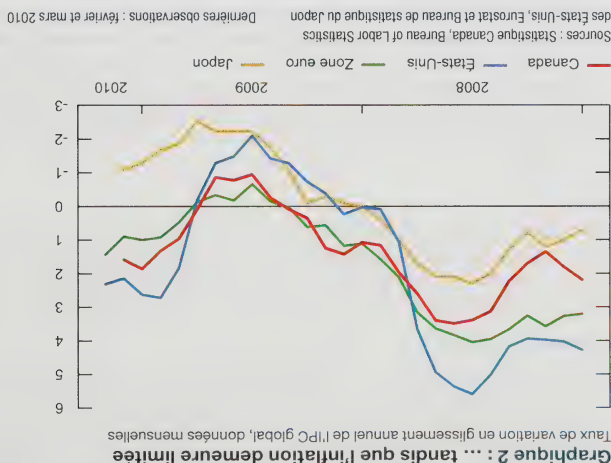
L'économie chinoise a progressé à un taux annuelisé, supérieur aux pronostics, de 11,9 % au premier trimestre de 2010 et a été alimentée tant par la demande intérieure que la demande extérieure. La remontée des exportations a été plus forte qu'on ne s'y attendait, grâce surtout à la vigueur de la demande des pays de l'Association des Nations d'Asie du Sud-Est. Les prix des logements en Chine ont aussi vivement augmenté ces derniers mois, et l'inflation mesurée par l'IPC s'est inscrite en hausse, ce qui a fait craindre l'émergence de pressions inflationnistes sous-jacentes et incité les autorités

dans le secteur des services se multiplient. toujours la consommation de biens durables, les signes d'une relance modeste que les mesures d'incitation à l'achat prises par le gouvernement stimulent un sommet dans ce pays l'an dernier, puis s'est légèrement replié. Alors tellement attribuable aux exportations nettes. Le taux de chômage a atteint Au Japon, l'accroissement de 3,8 % du PIB au quatrième trimestre est essentiellement attribuable aux exportations nettes. Le taux de chômage a atteint dans la région au premier trimestre.

des directeurs des achats laisse entrevoir une croissance positive mais faible soutien considérable. La hausse de la production industrielle et des indices dépenses publiques et le redressement des exportations ont fourni un vorables. Même si la demande intérieure privée demeure anémique, les raisons d'une brusque chute des stocks et de conditions climatiques défavorables. L'activité économique a fléchi dans la zone euro au quatrième trimestre en raison d'une brusque chute des stocks et de conditions climatiques défavorables. Même si la demande intérieure privée demeure anémique, les dépenses publiques et le redressement des exportations ont fourni un soutien considérable. La hausse de la production industrielle et des indices des directeurs des achats laisse entrevoir une croissance positive mais faible dans la région au premier trimestre.

tion, résidentielle et commerciale, semble avoir baissé. de l'accroissement des stocks, alors que l'investissement dans la construction, découle principalement de la progression de la consommation et trimestres. La croissance du PIB, qui devrait se situer à 2,9 % au premier à sa fin, ce qui devrait soutenir les dépenses privées au cours des prochains États-Unis donnent à penser que la période de pertes d'emplois massives tire ces deux dernières années. Les chiffres de l'emploi les plus récents aux nets de l'État, le revenu disponible des ménages aurait accusé une baisse repose largement sur les transferts publics. De fait, n'eussent été les transferts ment et en logiciels. La consommation a augmenté de seulement 1,6 % et à un redressement supérieur aux prévisions des investissements en équipement plus vive qu'escompté, grâce à la contribution plus importante des stocks et À 5,6 %, la croissance du PIB américain au quatrième trimestre de 2009 a été

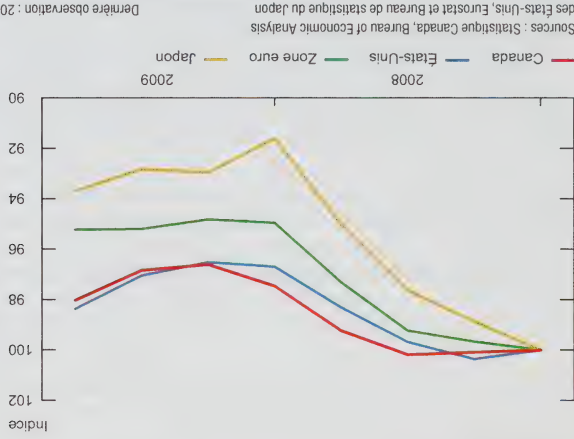
À 5,6 %, la croissance du PIB américain au quatrième trimestre de 2009 a été plus vive qu'escompté.



L'évolution récente

L'évolution de l'économie mondiale est largement conforme aux attentes, de nombreux pays à marché émergent enregistrent une croissance robuste, et la plupart des économies avancées, une reprise modérée (**Graphique 1**). Même si l'expansion a été un peu plus vigoureuse que prévu et que les conditions financières se sont généralement améliorées, les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire continuent de procurer un soutien important dans bon nombre de pays. On s'attend toujours à ce que la reprise soit modérée au sein des économies avancées, étant donné que la demande du secteur privé demeure faible dans la plupart d'entre elles et que les autorités commenceront à mettre un terme à leurs programmes de relance budgétaire plus tard cette année.

Graphique 1 : Les grandes économies sont en train de se redresser...
PIB réel, base 100 de l'indice = 2008T1, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis
des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon
Dernière observation : 2009T4

Compte tenu de l'existence d'écarts de production considérables, les pressions inflationnistes sous-jacentes sont limitées dans les grandes économies avancées (**Graphique 2**). Les taux de chômage semblent se stabiliser et, dans certains cas, ont amorcé un recul. Toutefois, la lenteur de la reprise, conjuguée à la restructuration économique en profondeur dans beaucoup de secteurs, fait craindre que la crise ait des effets persistants sur la progression de la productivité et le chômage à long terme.

Les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire continuent de procurer un soutien important dans bon nombre de pays.

L'économie mondiale a été un peu plus vigoureuse que prévu et les conditions financières se sont généralement améliorées.

Deux principaux risques à la baisse entourent l'inflation. Premièrement, la reprise économique mondiale pourrait être plus lente que projeté en ce moment. Deuxièmement, la vigueur persistante du dollar canadien, conjuguée au piètre bilan du pays au chapitre de la productivité relative, pourrait brider la croissance d'une façon plus marquée que prévu et ajouter aux pressions à la baisse sur l'inflation.

Quoique les risques entourant les perspectives en matière d'inflation demeurent élevés, la Banque est d'avis qu'ils sont relativement équilibrés au cours de la période de projection. À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

En réaction à la récession prononcée et synchronisée à l'échelle du globe, la Banque a abaissé rapidement le taux cible du financement à un jour en 2008 et au début de 2009 pour l'établir au plus bas niveau possible. Grâce à l'engagement conditionnel qu'elle a pris en avril 2009, elle a aussi donné des indications extraordinaires quant à la trajectoire probable du taux directeur. Cette politique non traditionnelle a fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne. À la faveur de l'amélioration récente des perspectives économiques, ces politiques exceptionnelles deviennent moins nécessaires et il convient de commencer à atténuer la détente monétaire en place.

Le 20 avril 2010, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et a mis fin à son engagement conditionnel. L'ampleur de tout nouveau resserrement de la politique monétaire et le moment où la Banque y procédera seront fonction des prévisions concernant l'activité économique et l'inflation et seront compatibles avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

La croissance économique mondiale a été un peu plus forte que prévu, l'activité s'accélérait de façon notable dans les économies de marché émergentes. Les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire continuent de procurer un soutien important dans bon nombre de pays. On s'attend toujours à ce que la reprise soit relativement modeste au sein des grandes économies avancées, compte tenu de l'assainissement des bilans en cours et du retrait graduel des stimulants budgétaires qui débutera plus tard cette année.

Au Canada, la reprise économique se révèle un peu plus rapide que la Banque ne l'entrevoit en janvier et le profil de croissance montre une expansion plus prononcée dans sa phase initiale. La Banque estime maintenant que le rythme de progression de l'économie atteindra 3,7 % en 2010 avant de ralentir et de s'établir à 3,1 % en 2011 et à 1,9 % en 2012.

Ce profil reflète la croissance plus forte à court terme à l'échelle mondiale, le fort dynamisme du marché de l'habitation au Canada et l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance ont donné lieu à un démarrage à la fin de 2009 et au début de 2010 d'un plus grand volume de dépenses que prévu. Parallèlement, la vigueur persistante du dollar canadien, la piteuse tenue du pays au chapitre de la productivité relative et le bas niveau de la demande américaine, en chiffres absolus, continueront de freiner considérablement l'activité économique au Canada. La Banque s'attend à ce que l'économie retourne à son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011.

Les perspectives de l'inflation reflètent les influences conjuguées de la demande intérieure plus robuste, du ralentissement de la progression des salaires et de l'offre excédentaire au sein de l'économie. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui est légèrement supérieure aux prévisions de janvier, devrait reculer quelque peu au deuxième trimestre de 2010, à mesure que l'effet des facteurs temporaires se dissipera, et continuer à avoisiner 2 % jusqu'à la fin de la période de projection. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer légèrement au-dessus de 2 % au cours de la prochaine année, avant de regagner la cible au second semestre de 2011.

Malgré le raffermissement de la reprise à l'échelle du globe et au Canada, des risques considérables pèsent sur les prévisions de la Banque.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait au fait que, sous l'influence de facteurs nationaux et internationaux, la demande de biens et services canadiens pourrait être plus forte qu'on ne l'entrevoit actuellement. Il se pourrait que l'élan des dépenses des ménages et de l'investissement résidentiel dépasse les attentes actuelles. Sur la scène mondiale, une reprise rapide qu'escompte pourrait stimuler la demande d'exportations canadiennes et améliorer les termes de l'échange.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce publiée du 20 avril 2010.

Table des matières

1	Vue d'ensemble	
3	L'économie mondiale	
3	L'évolution récente	
5	L'évolution des marchés financiers mondiaux	
7	Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	
11	L'économie canadienne	
11	L'évolution récente	
11	L'offre et la demande globales	
13	L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	
15	L'inflation et la cible de 2 %	
17	Les conditions financières au Canada	
19	Le taux de change	
20	Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	
20	L'offre et la demande globales	
22	La projection en matière d'inflation	
26	Les mesures d'intervention	
29	Les risques entourant les perspectives	
27	Note technique	
	Les perspectives économiques actuelles sont plus positives qu'on ne l'envisageait en avril 2009	

La détermination de la Banque à maintenir la stabilité des prix est inébranlable. La contribution la plus directe que la politique monétaire puisse apporter à la bonne tenue de l'économie consiste à donner aux Canadiens l'assurance que leur monnaie conservera son pouvoir d'achat.

Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
24 mars 2010
Ottawa (Ontario)



BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2010

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA.
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PIERRE DUGUAY, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE ET JEAN BOIVIN.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmissions est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC, ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



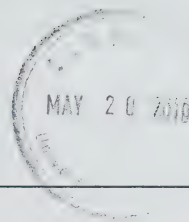
BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2010



Monetary Policy Report Summary



April 2010

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on information received up to 20 April 2010.

Global economic growth has been somewhat stronger than projected, with momentum in emerging-market economies increasing noticeably. Exceptional stimulus from monetary and fiscal policies continues to provide important support in many countries. The recovery in the major advanced economies is still expected to be relatively subdued, reflecting ongoing balance sheet adjustments and the gradual withdrawal of fiscal stimulus commencing later this year.

In Canada, the economic recovery is proceeding somewhat more rapidly than the Bank had projected in January, and the profile for growth is more front-loaded. The Bank now projects that the economy will grow by 3.7 per cent in 2010 before slowing to 3.1 per cent in 2011 and 1.9 per cent in 2012.

This profile reflects stronger near-term global growth, very strong housing activity in Canada, and the Bank's assessment that policy stimulus resulted in more expenditures being brought forward in late 2009 and early 2010 than expected. At the same time, the persistent strength of the Canadian dollar, Canada's poor relative productivity performance, and the low absolute level of U.S. demand will continue to act as significant drags on economic activity in Canada. The Bank expects the economy to return to full capacity in the second quarter of 2011.

The outlook for inflation reflects the combined influences of stronger domestic demand, slowing wage growth, and overall excess supply. Core inflation, which has been somewhat firmer than projected in January, is expected to ease slightly in the second quarter of 2010 as the effect of temporary factors dissipates, and to remain near 2 per cent throughout

Highlights

- The economic recovery in Canada is proceeding somewhat more rapidly than expected in January.
- The profile for growth is more front-loaded, with the economy projected to grow by 3.7 per cent in 2010 before slowing to 3.1 per cent in 2011 and 1.9 per cent in 2012.
- The Canadian economy is expected to return to full capacity in the second quarter of 2011 and inflation is expected to be close to the 2 per cent target throughout the projection horizon.
- On 20 April 2010, the Bank maintained its target for the overnight rate at 1/4 per cent and removed the conditional commitment.
- The Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced over the projection horizon.

the rest of the projection period. Total CPI inflation is expected to be slightly higher than 2 per cent over the coming year, before returning to the target in the second half of 2011.

Despite the firming of the global and Canadian recoveries, there are considerable risks around the Bank's outlook.

The main upside risks to inflation are that domestic and international developments will generate more demand for Canadian goods and services than is currently anticipated. It is possible that the momentum in household expenditures and residential investment could be greater than currently expected. Internationally, a faster-than-expected global recovery could stimulate external demand for Canadian exports and improve the terms of trade.

There are two main downside risks to inflation. First, the global economic recovery could be more protracted than currently projected. Second, the combination of the persistent strength of the Canadian dollar and Canada's poor relative productivity performance could exert a larger-than-expected drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While risks to the inflation outlook remain elevated, the Bank judges that they are roughly balanced over the projection horizon. Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook.

In response to the sharp, synchronous global recession, the Bank lowered its target rate rapidly over the course of 2008 and early 2009 to its lowest possible

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2009	2010	2011	2012
United States	21	-2.4 (-2.5)	3.1 (2.5)	3.5 (3.9)	3.5
Euro area	16	-4.1 (-3.9)	1.2 (1.2)	1.6 (2.1)	2.5
Japan	6	-5.2 (-5.3)	2.1 (1.9)	1.7 (2.0)	2.6
China	11	8.7 (8.3)	10.2 (9.3)	9.3 (9.2)	8.7
Rest of the world	46	-1.4 (-2.0)	4.5 (4.0)	4.1 (4.0)	3.9
World	100	-1.1 (-1.5)	4.2 (3.7)	4.0 (4.1)	4.1

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2008.

Source: IMF, WEO, October 2009

b. Numbers in parentheses are projections from the January 2010 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada^a

	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	5.0 (3.3)	5.8 (3.5)	3.8 (4.3)	3.5 (4.0)	3.5 (3.8)	3.3 (3.8)	2.8 (3.3)	1.9 (2.8)	1.9 (2.2)	1.9	1.9	1.9	1.9
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.2 (-1.5)	2.0 (1.0)	3.9 (2.9)	4.5 (3.8)	4.2 (3.9)	3.6 (4.0)	3.3 (3.7)	2.9 (3.4)	2.5 (3.0)	2.1	1.9	1.9	1.9
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	2.0 (1.6)	1.9 (1.7)	1.8 (1.7)	1.8 (1.8)	1.7 (1.8)	1.7 (1.9)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI ^b (year-over-year percentage change)	0.8	1.7	1.7	2.4	2.4	2.4	2.3	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST (year-over-year percentage change)	0.8 (0.9)	1.7 (1.6)	1.7 (1.8)	2.0 (1.8)	2.1 (1.9)	2.1 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0
WTI ^c (level)	76 (76)	79 (81)	86 (83)	88 (84)	89 (86)	89 (87)	90 (88)	90 (88)	90 (89)	91	91	91	91

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report*.

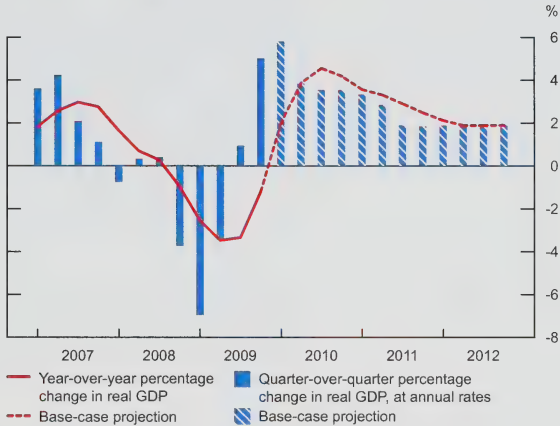
b. The total CPI projection presented here includes the effect of the HST, while the projection presented in the January *Report* did not.

c. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 April 2010.

level. With its conditional commitment introduced in April 2009, the Bank also provided exceptional guidance on the likely path of its target rate. This unconventional policy provided considerable additional stimulus during a period of very weak economic conditions and major downside risks to the global and Canadian economies. With recent improvements in the economic outlook, the need for such extraordinary policy is now passing, and it is appropriate to begin to lessen the degree of monetary stimulus.

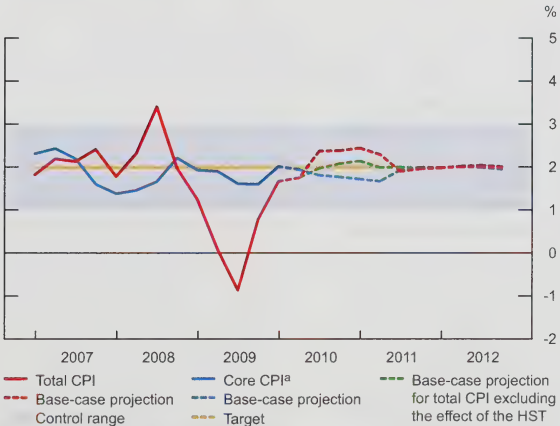
On 20 April 2010, the Bank maintained its target for the overnight rate at 1/4 per cent and removed the conditional commitment. The extent and timing of any additional withdrawal of monetary stimulus will depend on the outlook for economic activity and inflation, and will be consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

Real GDP growth is expected to moderate from its rapid pace in 2009Q4 and 2010Q1



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Total CPI and core inflation in Canada are projected to remain close to the 2 per cent target over the projection horizon
 Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <<http://www.bankofcanada.ca>>.

Monetary Policy Report (quarterly: January, April, July, and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (quarterly: January, April, July, and October)

Senior Loan Officer Survey (quarterly: January, April, July, and October)*

Speeches and Statements by the Governor

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

**Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information
Annual Report**

A History of the Canadian Dollar James Powell (available at Can\$8
plus GST and PST, where applicable)

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus GST and PST, where applicable. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars, and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Technical Reports dating back to 1982 are available on the Bank's website, as are Working Papers back to 1994. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers. Discussion Papers for 2007–2010 are available on the Bank's website.

* Available only on the Bank's website

de la période de projection. À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

En réaction à la récession prononcée et synchronisée à l'échelle du globe, la Banque a abaissé rapidement le taux cible du financement à un jour en 2008 et au début de 2009 pour l'établir au plus bas niveau possible. Grâce à l'engagement conditionnel qu'elle a pris en avril 2009, elle a aussi donné des indications extraordinaires quant à la trajectoire probable du taux directeur. Cette politique non traditionnelle a fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Rapport sur la politique monétaire. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier. Paraît en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada. Paraît chaque trimestre.

(Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit*. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*.

Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*. Paraît tous les vendredis.

Reconstitution de la cible de maîtrise de l'inflation — Note d'information

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell

Offert au prix de 8 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

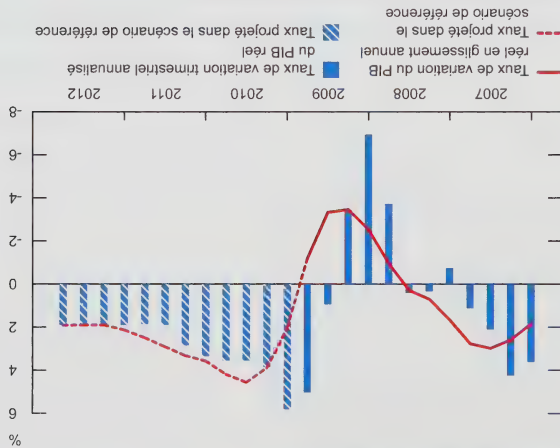
d'inflation de 2 %.

très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne. À la faveur de l'amélioration récente des perspectives économiques, ces politiques exceptionnelles deviennent moins nécessaires et il convient de commencer à atténuer la détente monétaire en place. Le 20 avril 2010, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et a mis fin à son engagement conditionnel. L'ampleur de tout nouveau resserrément de la politique monétaire et le moment où la Banque y procédera seront fonction des prévisions concernant l'activité économique et l'inflation et seront compatibles avec la réalisation de la cible

Deux principaux risques à la baisse entourent l'inflation. Premièrement, la reprise économique mondiale pourrait être plus lente que projeté en ce moment. Deuxièmement, la vigueur persistante du dollar canadien, conjuguée au piètre bilan du pays au chapitre de la productivité relative, pourrait brider la croissance

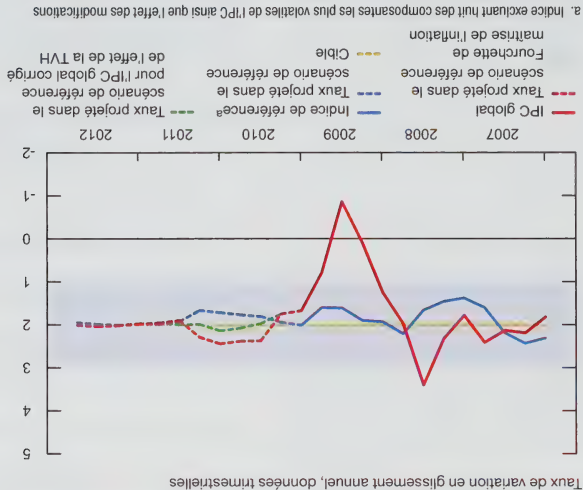
d'une façon plus marquée que prévu et ajouter aux pressions à la baisse sur l'inflation. Quoique les risques entourant les perspectives en matière d'inflation demeurent élevés, la Banque est d'avis qu'ils sont relativement équilibrés au cours

La croissance du PIB réel devrait ralentir par rapport à la cadence rapide affichée au quatrième trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient continuer d'avoisiner la cible de 2 % au cours de la période de projection



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Contrairement à celles dont faisait état le *Rapport* de janvier, les valeurs projetées de l'IPC global présentées ici intègrent l'effet de la TVH.
c. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$-U, le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 avril 2010.

WTI (niveau)	PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	IPC global ^a (taux de variation en glissement annuel)	IPC global hors effet de la TVA (taux de variation en glissement annuel)	2009				2010				2011				2012																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
						4 ^e trim.	1 ^{er} 2 ^e	3 ^e 4 ^e	4 ^e trim.	1 ^{er} 2 ^e	3 ^e 4 ^e	4 ^e trim.	1 ^{er} 2 ^e	3 ^e 4 ^e	4 ^e trim.	1 ^{er} 2 ^e	3 ^e 4 ^e	4 ^e trim.	1 ^{er} 2 ^e	3 ^e 4 ^e																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
76	0,8	0,8	1,6	1,7	0,8	5,0	5,8	3,8	3,5	3,5	3,5	3,3	2,8	3,3	3,3	4,2	3,6	3,3	2,9	2,5	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

Source : Banque du Canada

- a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2008.
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*.
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2009

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)	2009		2010	2011	2012
		2009	2010	2010	2011	2012
Etats-unis	21	-2,4 (-2,5)	3,1 (2,5)	3,5 (3,9)	3,5 (3,9)	3,5
Zone euro	16	-4,1 (-3,9)	1,2 (1,2)	1,6 (2,1)	1,6 (2,1)	2,5
Japon	6	-5,2 (-5,3)	2,1 (1,9)	1,7 (2,0)	1,7 (2,0)	2,6
Chine	11	8,7 (8,3)	10,2 (9,3)	9,3 (9,2)	9,3 (9,2)	8,7
Autres pays	46	-1,4 (-2,0)	4,5 (4,0)	4,1 (4,0)	4,1 (4,0)	3,9
Ensemble du monde	100	-1,1 (-1,5)	4,2 (3,7)	4,0 (4,1)	4,0 (4,1)	4,1

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Malgré le raffermissement de la reprise à l'échelle du globe et au Canada, des risques considérables pèsent sur les prévisions de la Banque. Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait au fait que, sous l'influence de facteurs nationaux et internationaux, la demande de biens et services canadiens pourrait être plus forte qu'on ne l'entrevoit actuellement. Il se pourrait que l'élan des dépenses des ménages et de l'investissement résidentiel dépasse les attentes actuelles. Sur la scène mondiale, une reprise plus rapide qu'escompté pourrait stimuler la demande d'exportations canadiennes et améliorer les termes de l'échange.

Les perspectives de l'inflation reflètent les influences conjuguées de la demande intérieure plus robuste, et de l'offre excédentaire au sein de l'économie. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui est légèrement supérieure aux prévisions de janvier, devrait reculer quelque peu au deuxième trimestre de 2010, à mesure que l'effet des facteurs temporaires se dissipera, et continuer àavoisiner 2 % jusqu'à la fin de la période de projection. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer légèrement au-dessus de 2 % au cours de la prochaine année, avant de regagner la cible au second semestre de 2011.

Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS



Avril 2010

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur l'information reçue au 20 avril 2010.

La croissance économique mondiale a été un peu plus forte que prévu, l'activité s'accéléra de façon notable dans les économies de marché émergentes. Les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire continuent de procurer un soutien important dans bon nombre de pays. On s'attend toujours à ce que la reprise soit relativement modeste au sein des grandes économies avancées, compte tenu de l'assaisonnement des bilans en cours et du retrait graduel des stimulants budgétaires qui débutera plus tard cette année.

Au Canada, la reprise économique se révèle un peu plus rapide que la Banque ne l'entrevoyait en janvier et le profil de croissance montre une expansion plus prononcée dans sa phase initiale. La Banque estime maintenant que le rythme de progression de l'économie atteindra 3,7 % en 2010 avant de ralentir et de s'établir à 3,1 % en 2011 et à 1,9 % en 2012.

Ce profil reflète la croissance plus forte à court terme à l'échelle mondiale, le fort dynamisme du marché de l'habitation au Canada et l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance ont donné lieu à un dévancement à la fin de 2009 et au début de 2010 d'un plus grand volume de dépenses que prévu. Parallèlement, la vigueur persistante du dollar canadien, la piètre tenue du pays au chapitre de la productivité relative et le bas niveau de la demande américaine, en chiffres absolus, continueront de freiner considérablement l'activité économique au Canada. La Banque s'attend à ce que l'économie retourne à son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011.

Faits saillants

- La reprise économique au Canada se révèle un peu plus rapide qu'on ne l'entrevoyait en janvier.
- Le profil de croissance montre une expansion plus prononcée dans sa phase initiale, le rythme de progression de l'économie devant atteindre 3,7 % en 2010 avant de ralentir et de s'établir à 3,1 % en 2011 et à 1,9 % en 2012.
- On s'attend à ce que l'économie canadienne retourne à son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011 et que l'inflation avoisine la cible de 2 % jusqu'à la fin de la période de projection.
- Le 20 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et mis fin à son engagement conditionnel.
- La Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés à l'horizon projeté.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CELEBRATING 75 YEARS
CÉLÉBRONS 75 ANS

Government
Publications

CA1
FN 73
- M56

Monetary Policy Report

July 2010



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CELEBRATING 75 YEARS
CÉLÉBRONS 75 ANS



Monetary Policy Report

July 2010

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:

MARK CARNEY, TIFF MACKLEM, PIERRE DUGUAY, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE, AND JEAN BOVIN.

Now is not the time to rest on our laurels. Public and private boldness, both at home and abroad, will be required to secure the recovery. This means G-20 action to reform the global financial system and to secure a sustainable recovery. This means investments by our businesses to improve productivity and to gain new markets. This means Canadians should fully engage the new multi-polar global economy.

These are all big decisions. How quickly and how effectively they are taken will influence activity and inflation in Canada and, therefore, the stance of monetary policy. The Bank will need to be agile.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
16 June 2010
Charlottetown, Prince Edward Island*

Contents

1	Overview
3	The Global Economy
5	Recent Developments
6	Developments in Global Financial Markets
10	Outlook for the Global Economy
15	The Canadian Economy
15	Recent Developments
15	Economic Activity
17	Estimated Pressures on Capacity
18	Inflation and the 2 Per Cent Target
19	Canadian Financial Conditions
21	Exchange Rate
22	Outlook for the Canadian Economy
22	Aggregate Demand and Supply
24	The Projection for Inflation
27	Risks to the Outlook

Technical Boxes

4	The Sovereign Debt Crisis in Europe: Impact on the Global and Canadian Economies
7	The Bank of Canada's New Commodity Price Index: The Fisher BCPI
12	Consumption and Savings in the United States and Canada

Overview

The global economic recovery is proceeding but is not yet self-sustaining. Greater emphasis on balance sheet repair by households, banks, and governments in a number of advanced economies is expected to temper the pace of global growth relative to the Bank's outlook in April. While the policy response to the European sovereign debt crisis has reduced the risk of an adverse outcome and increased the prospect of sustainable long-term growth, it is expected to slow the global recovery over the projection horizon. In the United States, private demand is picking up but remains uneven.

Economic activity in Canada is unfolding largely as expected, led by government and consumer spending. Housing activity is declining markedly from high levels, consistent with the Bank's view that policy stimulus resulted in household expenditures being brought forward into late 2009 and early 2010. While employment growth has resumed, business investment appears to be held back by global uncertainties and has yet to recover from its sharp contraction during the recession.

The Bank expects the economic recovery in Canada to be more gradual than it had projected in April, with growth of 3.5 per cent in 2010, 2.9 per cent in 2011, and 2.2 per cent in 2012. This revision reflects a slightly weaker profile for global economic growth and more modest consumption growth in Canada. The Bank anticipates that business investment and net exports will make a relatively larger contribution to growth.

Inflation in Canada has been broadly in line with the Bank's April projection. While the Bank now expects the economy to return to full capacity at the end of 2011, two quarters later than had been anticipated in April, the underlying dynamics for inflation are little changed. Both total CPI and core inflation are expected to remain near 2 per cent throughout the projection period. The Bank will look through the transitory effects on inflation of changes to provincial indirect taxes.

The risks around this projection remain elevated and are judged to be roughly balanced over the projection horizon. Globally, on the upside, the boost in confidence as advanced countries restore fiscal sustainability could generate greater-than-expected offsets to the fiscal consolidation. On the downside, global private demand around the world, including in the United States, may be insufficient to sustain the recovery.

In Canada, there are important two-sided risks to the outlook for private demand. On the upside, private demand might have greater momentum than expected, reflecting strong confidence and easy credit conditions. On the downside, it is possible that households reduce expenditures more than

This report includes information received up to the fixed announcement date on 20 July 2010.

currently anticipated or that the recovery in business investment is further delayed.

Since April 2010, with improvements in the economy, the Bank has ended its extraordinary conduct of monetary policy. On 20 April 2010, the Bank removed its conditional commitment, which had provided considerable additional stimulus during a period of very weak economic conditions and major downside risks to the global and Canadian economies.

On 1 June 2010, the Bank raised its target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point to 1/2 per cent. As part of that interest rate decision, the Bank re-established its normal operating framework for the implementation of monetary policy, resetting the target for the overnight rate at the midpoint of the operating band and the width of the operating band to 50 basis points. On 20 July 2010, the Bank raised its target for the overnight rate by a further one-quarter of one percentage point to 3/4 per cent.

These decisions leave considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in light of the significant excess supply in Canada, the strength of domestic spending, and the uneven global recovery. Given the considerable uncertainty surrounding the outlook, any further reduction of monetary stimulus would have to be weighed carefully against domestic and global economic developments.

The Global Economy

The global economic recovery is proceeding (**Chart 1**) but is not yet self-sustaining. Greater emphasis on balance sheet repair by households, banks, and governments in a number of advanced economies is expected to temper the pace of global growth relative to the Bank's outlook in April. The intensification of sovereign debt concerns in Europe has led to increased uncertainty, a tightening of global financial conditions, and a reduction in world commodity prices. The hand-off from public stimulus to private demand in advanced economies is proceeding but has yet to be accomplished.

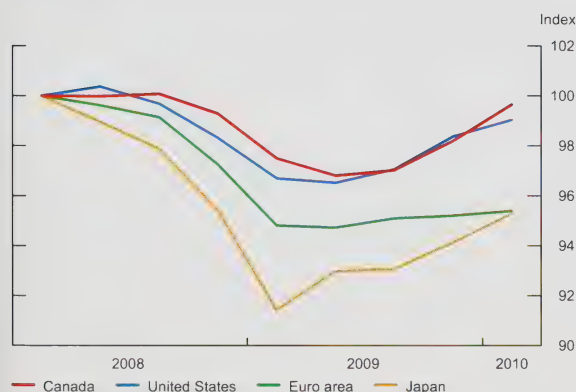
In most advanced economies, monetary policy is likely to remain stimulative for some time, but fiscal stimulus is expected to be neutral to negative over the coming year. While the policy response to the European sovereign debt crisis has reduced the risk of an adverse outcome and increased the prospect of sustainable long-term growth, it is expected to slow the global recovery over the projection horizon (**Technical Box 1**).¹ Private demand is expected to become the main driver of global growth through 2011–12 as the recovery in employment and household income gradually builds.

The global economic recovery is proceeding but is not yet self-sustaining. Greater emphasis on balance sheet repair is expected to temper the pace of global growth relative to the April outlook.

The policy response to the European debt crisis has reduced the risk of an adverse outcome.

Chart 1: Major economies are recovering

Real GDP, 2008Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

Last observation: 2010Q1

¹ The measures include substantial fiscal consolidation in several countries, notably Greece, Germany, the United Kingdom, France, Italy, Spain, and Portugal; the creation by the European Union of the European Financial Stability Facility; the launch by the ECB of targeted purchases of sovereign bonds; and the performance by European authorities of stress tests on their banking systems.

The Sovereign Debt Crisis in Europe: Impact on the Global and Canadian Economies

Given that the euro area represents more than 20 per cent of the global economy (at current prices), the sovereign debt crisis in Europe has global implications. The debt crisis erupted at the beginning of May, amid heightened concerns in financial markets regarding the sustainability of fiscal positions in several vulnerable euro-area countries, most notably Greece. Since much of this debt was held by banks across the euro area, concerns were also expressed about the resilience of certain banks. These concerns and the resulting financial market tensions have increased uncertainty about the global economic recovery. Several measures have been taken by the European Union, the European Central Bank, and the International Monetary Fund to contain the crisis, and many European countries have accelerated their plans for fiscal consolidation.

The sovereign debt crisis in Europe is expected to affect the global and Canadian economies through both trade and financial channels. Accelerated fiscal consolidation and tighter credit conditions in the euro area will reduce domestic demand in that region, thus decreasing European demand for imported goods and services. The recent depreciation of the euro, if maintained, will further reduce European demand for imports. Since exports to the euro area account for only a small percentage of Canada's total exports, this effect is expected to be relatively modest. However, developments in Europe are also transmitted to Canada indirectly, through a softening of U.S. demand for Canadian exports and reduced demand for commodities, putting downward pressure on Canada's terms of trade and the Canadian dollar.

The debt crisis has also led to increased stress in the interbank market, higher risk spreads, and declines in asset prices. While the effect on financial markets has been relatively contained thus far, financial conditions could tighten significantly, particularly in Europe, if concerns about counterparty risk were to persist, or even escalate. As well, uncertainty about the outlook could erode business and consumer confidence and dampen spending. To date, these effects have been modest, but they could intensify. "Safe haven" portfolio shifts could increase the demand for U.S.-dollar assets, which

would put downward pressure on the Canadian dollar. A lower value for the Canadian dollar would help to mitigate the adverse impact on aggregate demand in Canada from the European debt crisis.

Table 1-A provides an assessment of the impact of Europe's sovereign debt crisis on the base-case scenario for the *Monetary Policy Report*.

Table 1-A: Impact of the European sovereign debt crisis

Percentage change relative to the levels in the April Report

	Real GDP: Euro area	Real GDP: United States	Non-energy commodity prices/oil prices	Real GDP: Canada
2010	-0.2	-0.1	-0.2/-0.6	-0.1
2011	-0.6	-0.4	-0.8/-2.4	-0.3
2012	-0.8	-0.3	-0.9/-2.8	-0.2

Source: Bank of Canada calculations

It should be noted that the downside risk of a more pervasive crisis persists; if realized, the impact could be sizable. First, a severe disruption to bank funding markets could increase borrowing costs for firms and households. Second, the negative effects on Canadian exports could be substantial.

Recent Developments

Growth in many regions of the world was stronger than expected in the first quarter of 2010, supported in particular by temporary government incentives that led households to pull their expenditures forward. As a result, second-quarter growth in many countries is projected to have slowed as these temporary effects dissipated. While there is strong momentum in many emerging-market economies and some consolidation of the recoveries in the United States, Japan, and other advanced economies, growth remains weak in Europe.

U.S. real GDP grew at an annual rate of 2.7 per cent in the first quarter and is estimated to have grown by 2.4 per cent in the second quarter—in both instances slightly weaker than expected at the time of the *April Report*. Growth over this period has been supported by fiscal and monetary stimulus, as well as by the post-recession turn in the inventory cycle. Recent data on consumption and residential investment indicate, however, that growth will likely be more subdued than previously expected, consistent with weak growth in employment recorded in the second quarter (excluding the temporary jobs related to the census). Consequently, the recovery in U.S. private domestic demand is likely to be more gradual than previously expected.

Economic activity in the euro area recovered modestly in the first quarter, supported by sustained growth in government spending and exports, as well as by a sizable contribution from inventories. Private final domestic demand remains weak, however. More recently, incoming data related to industrial production have generally been stronger than projected, suggesting that growth in the second quarter has improved, reflecting in part the resumption of activity after weather-related disruptions in the first quarter and increased export sales. The recovery is strongest in the core European countries, especially in Germany, with little evidence to this point of spillover effects from weakness in vulnerable economies.

In Japan, real GDP growth in the first quarter, at 5.0 per cent, continued to rebound sharply, supported by substantial fiscal stimulus and a strong increase in exports. This momentum is expected to have slowed in the second quarter as government stimulus was scaled back. Although net exports continue to be an important contributor to growth, a number of indicators suggest that Japan's economic recovery is slowly broadening.

In the first quarter of 2010, China's economy grew at a stronger-than-expected rate of 11.9 per cent (on a year-over-year basis), driven by robust internal and external demand. Growth eased to 10.3 per cent in the second quarter, however, as the effects of fiscal stimulus began to fade and the measures introduced by Chinese authorities to cool activity in the property market started to take hold. There is evidence that the economy may be in a state of excess demand, with wages rising and price pressures in some sectors mounting. The authorities have responded by tightening credit conditions through a variety of measures, and growth in credit and asset prices has started to decelerate.

The Bank of Canada's index of global commodity prices has declined by about 4 per cent since the release of the *April Monetary Policy Report*, driven by decreases in the prices of oil and non-energy commodities, which were partially offset by an increase in natural gas prices (**Chart 2 and Technical Box 2**). Much of the decline in commodity prices can be attributed to a general shift away from riskier assets over this period and an expected slowing in the global economic recovery due to the sovereign debt crisis in Europe and the tightening of policy in China.

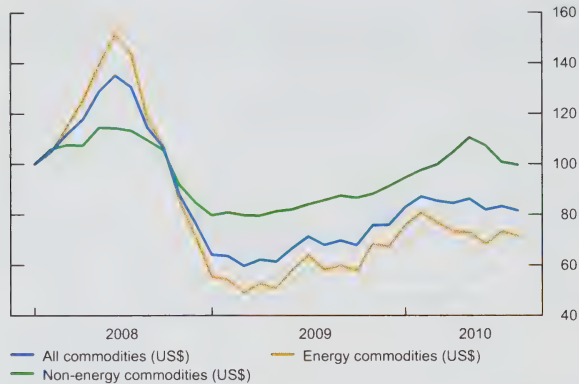
Growth in many regions of the world was stronger than expected in the first quarter of 2010, supported in particular by temporary government incentives.

While there is strong momentum in many emerging-market economies and some consolidation of the recoveries in the United States, Japan, and other advanced economies, growth remains weak in Europe.

The Bank's commodity price index has declined by about 4 per cent since April.

Chart 2: Commodity prices have weakened recently

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2008 = 100), monthly data



Note: Values in July 2010 are estimates based on the average daily spot prices up to 16 July 2010.

Source: Bank of Canada

Last observation: July 2010

Developments in Global Financial Markets

There have been renewed strains in financial markets arising from growing concerns about sovereign risks in some European countries.

Despite evidence that the global economic recovery is progressing, there have been renewed strains in financial markets arising from growing concerns about sovereign risks in some European countries and related bank exposures. These financial tensions highlight the vulnerabilities that still exist in the global financial system.

At the time of the *April Report*, the impact of concerns about sovereign risk had been largely confined to an increase in government bond yields for some highly indebted European countries, especially Greece. At the end of April, one of the major risks identified in the last *Monetary Policy Report* was materializing. Concerns about contagion and spillover effects became more acute, leading to a broader deterioration in conditions across financial markets. The announcements of stabilization measures by European authorities and the International Monetary Fund have helped to improve market conditions since then, but spreads on sovereign debt for the most-affected countries in the euro area remain considerably wider than at the time of the *April Report*, and overall financial conditions are tighter and more volatile.

Elevated uncertainty has caused an increase in volatility, a decline in equity prices, and a widening of credit spreads.

The European debt crisis has increased uncertainty and led to concerns about possible spillover effects from the financial system to the real economy. Elevated uncertainty in global financial markets has caused an increase in volatility, a decline in equity prices, and a widening of credit spreads across a broad range of private sector assets, such as corporate bonds—albeit to levels well below those seen in the autumn of 2008 and the first half of 2009 (**Chart 3**). The impact of the wider spreads on corporations' borrowing costs has thus far been largely offset by lower yields on government bonds in the major economies (**Chart 4**), owing to a reassessment of growth prospects, expectations that policy rates are likely to remain extremely low (**Chart 5**), and portfolio shifts towards more-liquid and less-risky assets. While access to capital markets has improved following the disruption in early May, when concerns about sovereign risks peaked, corporate issuance in Europe and the United States remains below levels seen earlier this year.

The Bank of Canada's New Commodity Price Index: The Fisher BCPI

Commodity prices have important implications for the performance of the Canadian economy and for the conduct of monetary policy. Accurately measuring price developments across a wide range of commodities is therefore important for the interpretation of the effects of price changes on the value of the Canadian dollar, the terms of trade, and the overall state of the Canadian economy. Since it was created in 1975, the Bank of Canada's commodity price index has been a fixed-weight index that was updated roughly every 10 years. There were updates in 1988, 1994, and 2003.

In order to produce a more accurate, representative, and flexible index, the Bank of Canada recently introduced the Fisher BCPI as its new commodity price index.¹ A key advantage of the new BCPI is the ability to update the weights on an annual basis, so that biases from changes in production values due to price movements are minimized (Chart 2-A).²

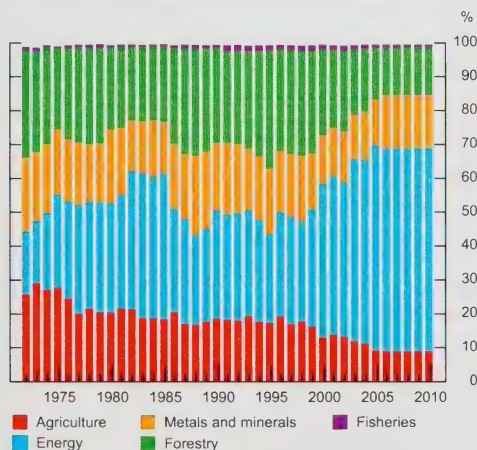
Another advantage of using the Fisher methodology is that commodities can be added and removed from the index over time.³ In addition, the Fisher BCPI is consistent with the Canadian system of national accounts, which makes the construction of a volume measure for Canadian commodity production relatively straightforward.

The most important commodity group for Fisher BCPI movements over the 1973–2009 period is energy (Chart 2-B). Energy prices are subject to significant price fluctuations that dominate the overall dynamics of the index. This is especially true in the years after 2000, when changes in energy prices accounted for much of the growth in the overall price index. For example, about 85 per cent of the increase in the Fisher BCPI in 2008 was driven by the 20.8 per cent increase in the energy component. The next most important contributors to the growth in the Fisher BCPI are metals and minerals, and forestry.

(continued on next page)

Chart 2-A: The Fisher BCPI weights are updated annually to reflect changes in Canadian commodity production

Nominal commodity shares by major group, annual data

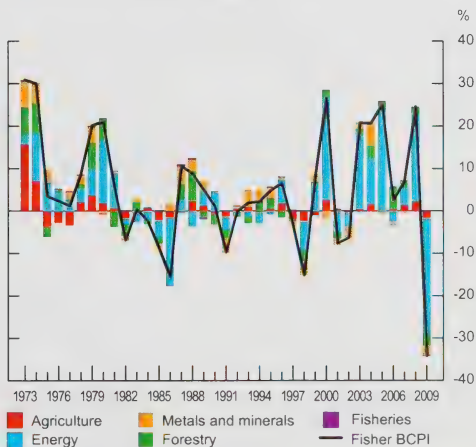


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2006

Chart 2-B: Since 2000, energy prices have been the main driver of the BCPI

Contribution to growth, annual data



Source: Bank of Canada

Last observation: 2009

1. I. Kolet and R. Macdonald, "The Fisher BCPI: The Bank of Canada's New Commodity Price Index," Bank of Canada Discussion Paper No. 2010-6.

2. The BCPI weights use input-output data, which are available only up to 2006. Therefore, the weights are kept constant from 2006 to 2010.

3. Lead, iron, potatoes, ocean fish, and shellfish have been added to the Fisher BCPI.

The Bank of Canada's New Commodity Price Index: The Fisher BCPI

Although the composition of the index has changed over time, the new Fisher BCPI follows the old index relatively closely (**Chart 2-C**). There are three principal reasons for this result. First, the effect of volatile commodity price movements on the index dominates that of compositional changes over history, since the latter tend to be very gradual. Second, price movements are highly correlated across commodities because demand cycles tend to be synchronized. Indeed, the higher the correlation between commodity prices, the more similar indexes with different weights will be. Finally, by coincidence, there are offsetting movements in commodity-production weights and energy prices over the sample such that the average of the Fisher weights is almost identical to the old fixed weights. Over time, the difference between the two indexes could increase. Also, it should be noted that, although the differences between the overall index levels are small, there are significant differences for most subindexes, such as energy and non-energy.

Chart 2-C: The two indexes are similar because the impact of changes to the weights is small in comparison to other factors, such as price volatility

2009Q4 = 100, monthly data

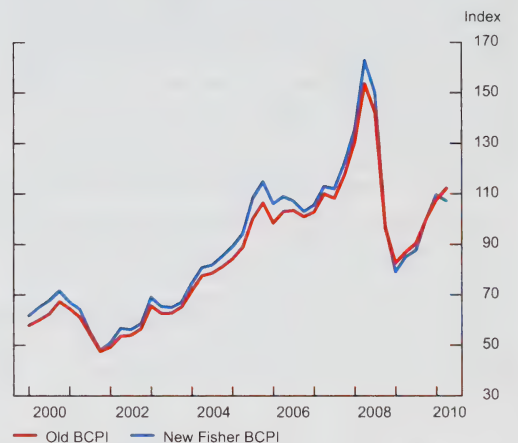


Chart 3: Yield spreads for corporate issuers have increased modestly in recent weeks

Options-adjusted spreads between investment-grade corporate bonds and government bonds

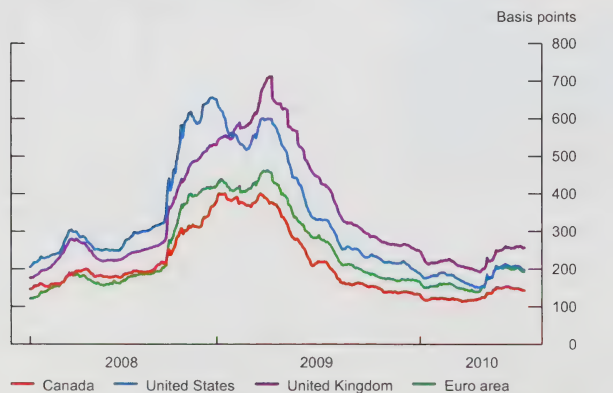


Chart 4: Yields on government bonds in major economies have declined, owing to portfolio shifts and a reassessment of growth prospects

Yields on 10-year government bonds

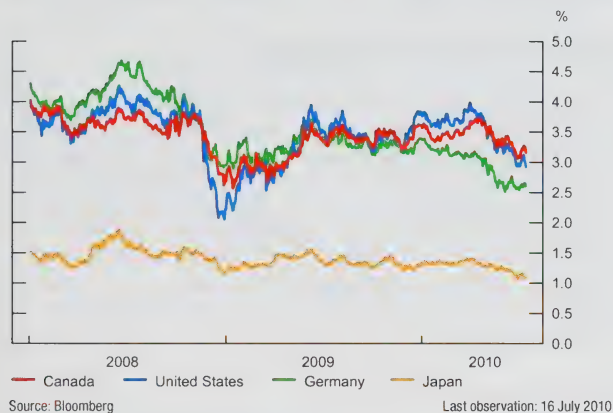
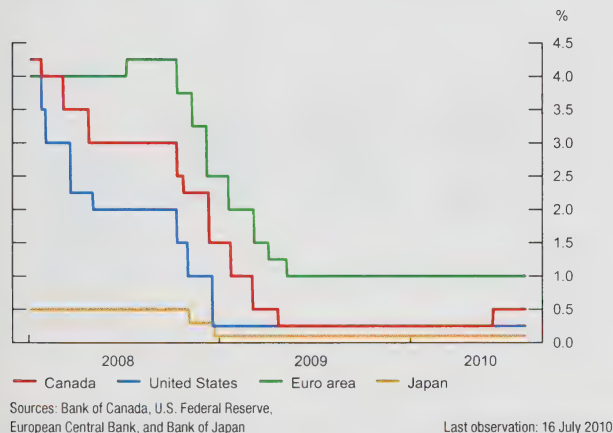


Chart 5: Policy rates have remained at historic lows in most countries

Daily data



Bank lending conditions have remained roughly unchanged in most advanced economies. The latest senior loan officer surveys for the United States and Europe indicate that, for the most part, commercial banks have not tightened their lending standards further. U.S. regional banks are not as strong financially as the large money-centre banks, and are therefore more constrained in supplying credit to businesses and households.² In Europe, planned fiscal consolidation may result in slower short-term growth, which could make debt servicing more difficult for households and firms, and result in further losses and a weakening of bank balance sheets. In addition, many European banks

Bank lending conditions have remained roughly unchanged in most advanced economies.

² The latest survey by the National Federation of Independent Business showed that small businesses continue to report difficulties in obtaining loans.

hold large amounts of sovereign debt from vulnerable euro-area countries on their balance sheets. European authorities recently announced that they are performing stress tests to assess the vulnerability of their banks and will publish the results on 23 July 2010.

Outlook for the Global Economy

The global economic recovery is expected to remain on track, but is likely to be more gradual.

The Bank's base-case projection assumes that the policy actions taken to date in Europe will be effective in preventing further deterioration in financial conditions and the spread of contagion to other euro-area countries and beyond. Overall, the global economic recovery is expected to remain on track, but is likely to be more gradual than had been expected in the April *Report*, with growth projected to average slightly less than 4 per cent through 2012 (**Table 1**). Downward revisions to the outlook through 2011–12 reflect a more gradual recovery in private domestic demand, as well as the adverse effects of the sovereign debt crisis, including accelerated fiscal consolidation (**Technical Box 1**).

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b		
		2010	2011	2012
United States	21	2.9 (3.1)	3.0 (3.5)	3.5 (3.5)
Euro area	15	1.0 (1.2)	1.2 (1.6)	2.3 (2.5)
Japan	6	3.3 (2.1)	1.5 (1.7)	2.5 (2.6)
China	13	10.3 (10.2)	9.2 (9.3)	8.7 (8.7)
Rest of the world	45	5.1 (4.5)	3.8 (4.1)	3.6 (3.9)
World	100	4.6 (4.2)	3.8 (4.0)	4.0 (4.1)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009.

Source: IMF, *WEO*, April 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the April 2010 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

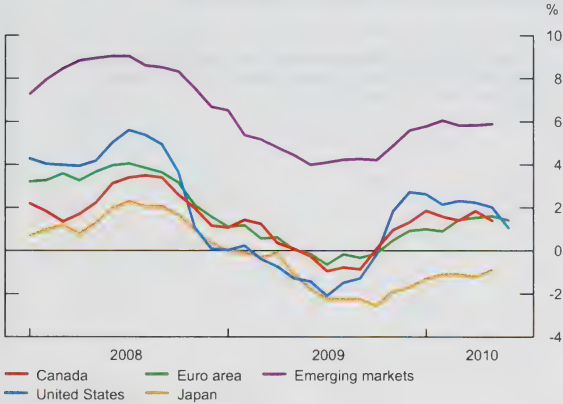
Owing to the slow pace of the recovery and the existence of sizable output gaps, underlying inflation pressures in the major advanced economies continue to be limited (**Chart 6**). However, inflation pressures are rising in many emerging-market countries and are expected to pick up further over the projection horizon, in response to their strong economic performance and, in some cases, easy monetary conditions.

U.S. GDP growth is projected to be slightly weaker than in April, averaging 3 1/4 per cent through 2011–12.

The U.S. economic recovery is projected to proceed more slowly than in previous cycles, reflecting somewhat weaker growth in the rest of the world, the unwinding of fiscal stimulus measures, and ongoing deleveraging by households and financial institutions. With growth averaging 3 1/4 per cent through 2011–12, some excess capacity is expected to persist at the end of the projection horizon, given the depth of the recession and the pace of potential growth. U.S. GDP growth is projected to be slightly weaker than anticipated in the April *Report*, owing to the fallout from the sovereign debt crisis in Europe and a more protracted recovery in private domestic demand. Although fiscal stimulus remains an important driver of growth in 2010, its withdrawal will have a dampening effect on U.S. economic growth over the rest of the projection period (**Chart 7**). The growth of consumption is projected to be modest as households strive to rebuild their savings

Chart 6: Inflation pressures remain subdued in the major advanced economies, but are increasing in emerging-market countries

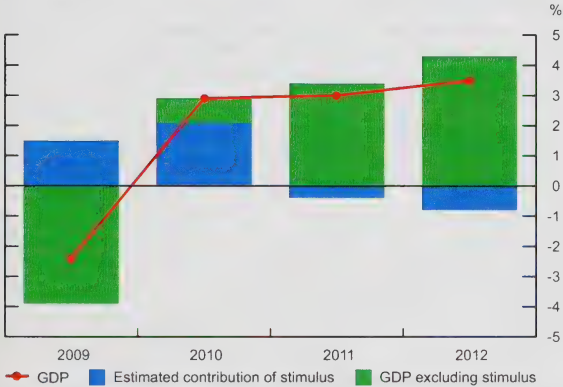
Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Japan Statistics Bureau, and IMF
Last observations: May and June 2010

Chart 7: Fiscal stimulus is currently supporting U.S. growth, but private demand is expected to become more durable in later years

Annual data



Note: The contribution of the stimulus to growth reflects the effects on GDP of stimulus enacted in response to the crisis and includes both direct government expenditures and indirect effects of the stimulus on other components of aggregate demand.

Sources: Bank of Canada and U.S. Bureau of Economic Analysis

(Technical Box 3),³ while the recovery in residential investment is expected to be restrained by foreclosure sales, limited access to credit for builders, and the payback from temporary tax incentives for homebuyers (which pulled housing demand forward). Growth in business investment is anticipated to pick up gradually, but is likely to remain sluggish relative to previous recoveries (particularly investment in structures), owing to high levels of unused industrial capacity and tight credit conditions (especially for small businesses)

3 U.S. household wealth is still well below its level prior to the recession and has likely fallen further since the April Report, reflecting recent financial shocks and the effects of lower equity prices.

Consumption and Savings in the United States and Canada

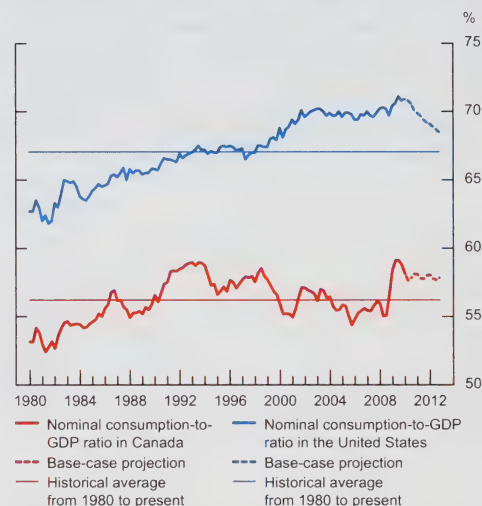
The Bank expects the recovery in U.S. consumer demand to be protracted compared with past cycles, largely reflecting the need for households to repair their balance sheets. The U.S. personal savings rate has recently increased from an average of 1.8 per cent over the 2005–07 period to about 3.5 per cent. It is expected to reach about 5 per cent in 2011 as labour income increases, outpacing the projected rise in consumer spending (**Chart 3-A**). This deleveraging process should gradually bring the share of consumer spending in GDP closer to its long-run average over the projection horizon (**Chart 3-B**).

The share of consumer spending in Canada's GDP has recently risen above its long-term average, supported by a sharp improvement in the terms of trade and stimulative monetary and fiscal policies. However, the deviation from the long-run average is less pronounced and is expected to last longer in Canada, reflecting a more favourable situation for Canadian households (**Chart 3-C**). The net worth of Canadians in 2009 remained about 6 times their average disposable income, while in the United States, it has fallen to slightly below 5.

There is a downside risk to the projection that households will reduce their consumption relative to income faster than expected (see Risks to the Outlook, p. 27).

Chart 3-B: The ratio of consumer spending to GDP is required to adjust more sharply in the United States than in Canada

Quarterly data

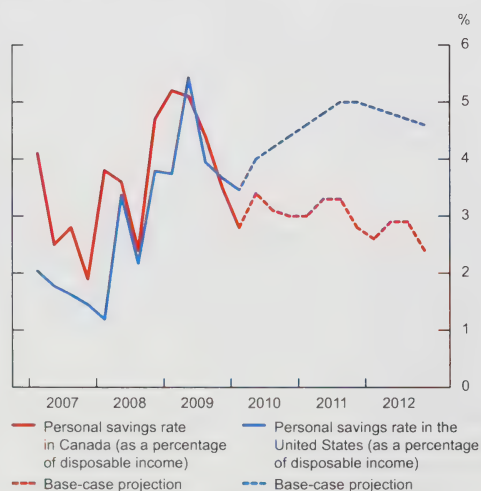


Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations and projections

Last observation: 2010Q1

Chart 3-A: Reflecting greater deleveraging needs, the U.S. personal savings rate is expected to remain higher than in Canada

Quarterly data

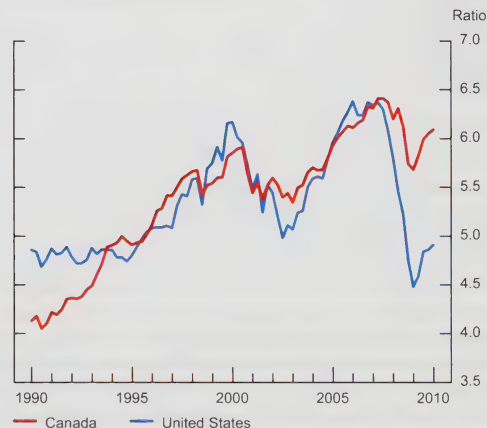


Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Statistics Canada, and Bank of Canada projections

Last observation: 2010Q1

Chart 3-C: Ratios of household net worth to disposable income suggest a more favourable situation for Canadian households

Quarterly data

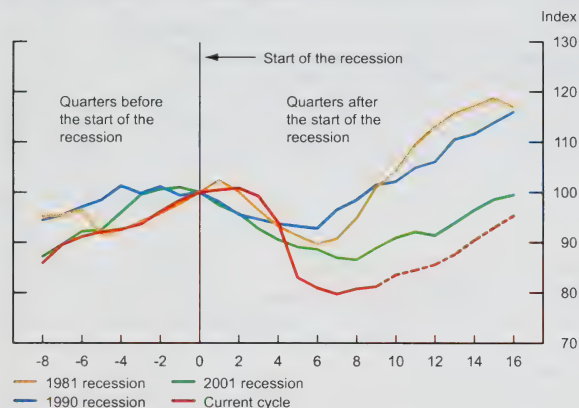


Sources: U.S. Federal Reserve, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q1

Chart 8: U.S. business investment is expected to remain sluggish relative to previous recoveries

Comparison of U.S. real business investment across economic cycles; start of the recession = 100, quarterly data



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada projections

(Chart 8). Although exports are projected to grow strongly over the projection horizon, their profile is lower than in the *April Report* because of weaker foreign demand and a stronger U.S. dollar.

The outlook for the euro area is clouded by recent developments in vulnerable European economies. Economic growth is expected to be more subdued than projected in the *April Report*, owing to increased uncertainty, more aggressive fiscal consolidation, a deterioration in credit conditions reflecting stress in bank funding markets, and reduced confidence. A sluggish recovery is projected over 2010–12, supported by exports, which should benefit from a weaker euro. Domestic demand is expected to remain muted, owing to modest growth in employment and wages, and higher taxes.

In Japan, the recovery is projected to proceed largely as expected in the *April Report*, with net exports remaining the main driver of growth. The withdrawal of government subsidies should slow the growth of consumption, while the appreciation of the yen since the outbreak of the sovereign debt crisis will dampen export growth. Japanese monetary and financial conditions are expected to remain very supportive.

Rapid growth in China is projected to converge gradually towards trend growth of approximately 8 to 9 per cent through 2011–12, in line with the gradual removal of fiscal stimulus, the implementation of credit-tightening measures (targeted at the property market and local government borrowing), and an assumed appreciation of the Chinese currency. Domestic demand is expected to remain the primary source of growth, since exports are likely to be adversely affected by the sovereign debt crisis in Europe, which is China's largest export market.⁴ Other emerging-market economies are projected to experience robust growth over the next three years, supported in many cases by both strong domestic demand and technology-related exports.

The expected path for commodity prices over the projection horizon has been revised downwards since the *April Report*, reflecting the softer outlook for global economic growth. This is evidenced by a lower but rising track for

Rapid growth in China is projected to converge gradually towards trend growth of about 8 to 9 per cent through 2011–12.

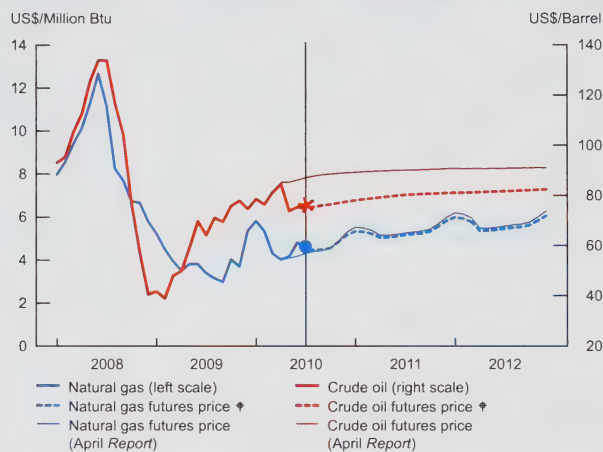
The expected path for commodity prices has been revised downwards.

⁴ The European market accounts for about 20 per cent of China's exports.

oil futures prices, which increase from about US\$75 per barrel to around US\$82 by the end of 2012 (**Chart 9**). As the global economy recovers, the Bank's non-energy commodity price index is also projected to rise steadily to a level slightly below that expected in the *April Report*.

Chart 9: Futures curves for oil prices are weaker than in April, while natural gas prices are broadly unchanged

Monthly data



* Spot price for crude oil (16 July 2010)

♦ Spot price for natural gas (16 July 2010)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 July 2010

Note: Values for crude oil and natural gas prices in July 2010 are estimates based on the average daily spot prices up to 16 July 2010.

Source: NYMEX

The Canadian Economy

The economic recovery in Canada is proceeding largely as expected, supported by fiscal and monetary stimulus, higher terms of trade, improved labour markets and household confidence, and the recovery in the global economy. As in the *April Report*, the Bank expects the pace of growth in economic activity to slow, owing to the pulling forward of consumer expenditures and residential investment induced by the policy stimulus, and the gradual removal of the fiscal stimulus.

This deceleration is now expected to be slightly more pronounced in 2010 and 2011, largely reflecting the weaker and more uncertain outlook for the global economy relative to the *April Report*. Consumption growth is projected to be more modest, in line with lower income growth. Uncertainty is also expected to dampen the rebound in business investment over the short term. However, the lower assumed value for the Canadian dollar should help to boost net exports. Overall, the level of economic activity in Canada is projected to return to full capacity slightly later than previously expected.

The projection for Canadian inflation is largely unchanged relative to the *April Report*, reflecting small and offsetting revisions to the outlook. Both total CPI and core inflation are projected to remain near 2 per cent throughout the projection period. The Bank will look through the transitory effects on inflation of changes to provincial indirect taxes.

The economic recovery in Canada is proceeding largely as anticipated.

The Bank expects the pace of growth to moderate to a slightly greater degree in 2010 and 2011 than projected in April.

The projection for Canadian inflation is largely unchanged from April.

Recent Developments

Economic Activity

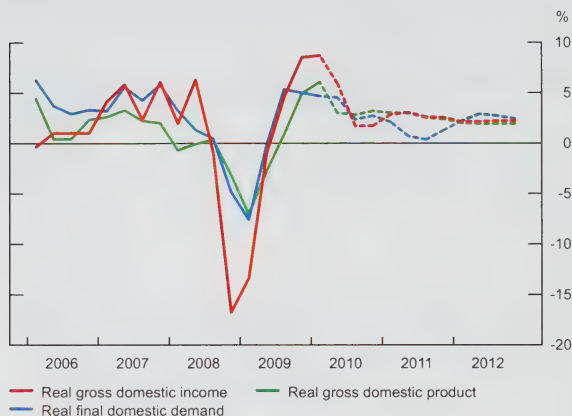
As expected in the *April Report*, Canadian real GDP rose sharply in the first quarter, by 6.1 per cent (at annual rates), reflecting further solid growth in domestic demand, along with a continued recovery in exports. Further improvement in Canada's terms of trade led to an even sharper rise in real gross domestic income (**Chart 10**).

In the first quarter of 2010, the level of real GDP moved back up, close to its pre-recession peak, owing to ongoing fiscal stimulus, the strength in consumer spending, and robust residential investment (**Chart 11**). Household spending was somewhat stronger than anticipated in the quarter, supported by solid gains in labour income, improved confidence, and favourable credit conditions. Growth in residential investment also exceeded expectations, as households rushed to take advantage of the home renovation tax credit before it expired at the end of January. A faster-than-expected turnaround in the inventory cycle also provided a considerable boost to overall GDP growth. However, with firms remaining uncertain about the sustainability of

In the first quarter of 2010, the level of real GDP moved back up, close to its pre-recession peak, owing to ongoing fiscal stimulus, the strength in consumer spending, and robust residential investment.

Chart 10: Following a sharp acceleration in 2009, growth in real gross domestic income is expected to slow

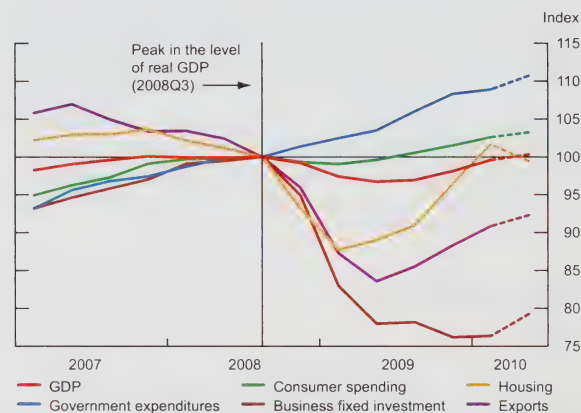
Quarterly growth at annual rates



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart 11: Real GDP is close to its pre-recession level, supported by household and government expenditures

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data



Note: Numbers for 2010Q2 are Bank of Canada estimates.
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

the recovery in global demand, the rebound in business fixed investment was more subdued than expected. Indeed, the level of business fixed investment is still depressed, following a faster and deeper decline than experienced in previous recessions.

Recent indicators point to a slowing in real GDP growth to about 3.0 per cent in the second quarter. Consumer spending has moderated, while residential investment has contracted markedly, as expected, following the expiry of the renovation tax credit, the tightening of mortgage criteria, and the rise in mortgage rates. In contrast, the recovery in business investment is expected to have started, aided by increased purchases of machinery and equipment associated in part with a rebound in the oil sector. As well, government

Recent indicators point to a slowing in real GDP growth to about 3.0 per cent in the second quarter.

expenditures have been boosted temporarily by spending associated with the G-8 and G-20 summits hosted by Canada in June.

Estimated Pressures on Capacity

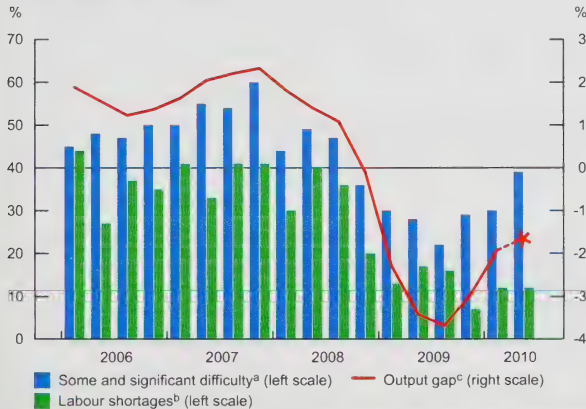
Excess capacity in the Canadian economy continued to diminish in the second quarter. The various indicators that the Bank considers provide somewhat diverging results with regard to the magnitude of the decrease. The Bank's summer *Business Outlook Survey* (<http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2010/summer/bos0710e.pdf>) suggests that the amount of excess capacity has diminished noticeably since its peak in the third quarter of 2009, with the percentage of firms reporting that they would have difficulty meeting an unexpected increase in demand rising to its highest level since the third quarter of 2008 (**Chart 12**). In contrast, the Bank's conventional measure indicates that the output gap was still significant.

Labour market conditions have continued to improve. In particular, employment has increased very rapidly in recent months and is now essentially back to its pre-recession level (**Chart 13**). Nevertheless, the unemployment rate is still relatively high, and average weekly hours worked remain lower than they were before the recession. In addition, results from the summer *Business Outlook Survey* indicate that the percentage of firms facing labour shortages has risen only modestly from the trough reached in the fourth quarter of 2009.

On balance, the various indicators of capacity pressures are consistent with the Bank's view that potential output grew at about 1.2 per cent in 2009 and 1.5 per cent more recently.⁵ In this regard, the Bank judges that the economy was operating at about 1 1/2 per cent below its production capacity in the second quarter of 2010.

The Bank judges that the economy was operating at about 1 1/2 per cent below its production capacity in the second quarter of 2010.

Chart 12: Excess supply in the Canadian economy has narrowed significantly since 2009Q3



- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- c. Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the second quarter of 2010 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 3.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

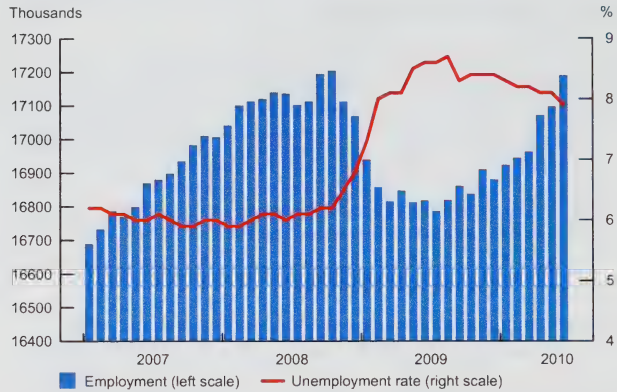
Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q2

⁵ As in previous years, the Bank's annual comprehensive reassessment of potential output will be published in the October *Report*.

Chart 13: The labour market is gradually improving

Monthly data



Source: Statistics Canada

Last observation: June 2010

Inflation and the 2 Per Cent Target

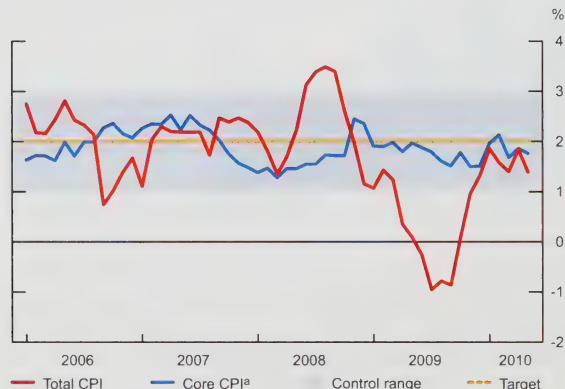
Core inflation has evolved as expected, while total CPI inflation has been somewhat lower than projected, owing to lower prices for gasoline.

Core inflation has evolved as expected in the *April Report*, while total CPI inflation has been somewhat lower than projected, owing mainly to lower-than-anticipated prices for gasoline.

Core inflation has edged down to slightly below 2 per cent in recent months, with the partial unwinding of transitory factors that boosted inflation early in the year (particularly the surge in the price of travel accommodations associated with the 2010 Winter Olympics in Vancouver) (**Chart 14**). More fundamentally, the easing of downward pressure on inflation stemming from the reduction of excess supply in the economy has been largely offset by the easing of upward pressure coming from the growth in labour compensation (**Chart 15**), which has helped to keep core inflation close to 2 per cent.

Chart 14: Canadian inflation has evolved broadly as expected

Year-over-year percentage change, monthly data



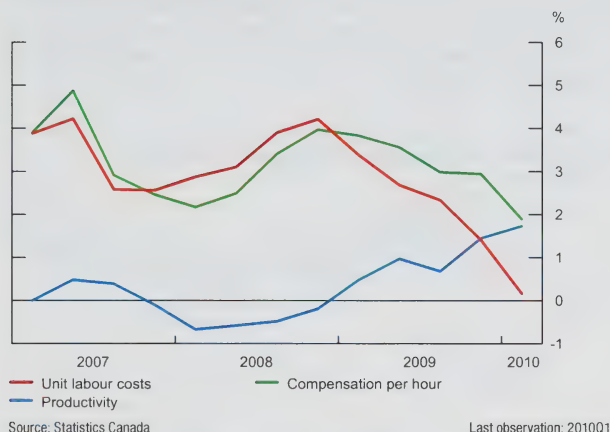
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: May 2010

Chart 15: The growth of unit labour costs has slowed sharply since the end of 2008

Year-over-year percentage change, quarterly data



Recent survey measures indicate that inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target. The July Consensus Economics forecast for total CPI inflation in 2010 was 1.9 per cent. The Bank's summer *Business Outlook Survey* reports that 95 per cent of firms are expecting average inflation over the next two years to be within the Bank's 1 to 3 per cent control range. The survey also shows that expectations are evenly spread between firms expecting inflation to be in the bottom half of the range and those expecting inflation to be in the upper half. Market-based measures of longer-term inflation expectations continue to lie within their historical range.

Canadian Financial Conditions

Canadian financial markets have been relatively resilient in the face of stressful conditions in international markets. In particular, bank funding markets in Canada have been largely unaffected by pressures in global short-term funding markets. However, global stresses have led to a decrease in the prices of risky assets and some widening of risk premiums. Overall, financial conditions in Canada have remained favourable, providing ongoing support to the economic recovery.

Funding costs for Canadian banks have risen slightly since the *April Report*, owing to expectations of rising policy rates and somewhat larger risk premiums. Effective borrowing costs for Canadian households have also edged up, but are still at exceptionally low levels (**Chart 16**). In that context, the expansion of total household credit has remained robust (**Chart 17**).

Effective borrowing costs for Canadian businesses have also risen slightly since April, although they too remain exceptionally low. At the same time, the Bank's latest surveys, the *Senior Loan Officer Survey* (<http://www.bankofcanada.ca/en/slos/pdf/slos2010Q2.pdf>) and the *Business Outlook Survey*, indicate that credit conditions for firms have eased in recent months (**Chart 18**). In particular, the *Senior Loan Officer Survey* reported a modest net easing for small business and commercial borrowers for the first time since the onset of credit tightening in the third quarter of 2007. Despite favourable borrowing costs, growth in total business credit continues to be sluggish, partly reflecting the relatively high level of liquidity held by the non-financial corporate sector and weak investment.

Inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target.

Overall, financial conditions in Canada have remained favourable, providing ongoing support to the economic recovery.

The Bank's latest surveys indicate that credit conditions for firms have eased in recent months.

Growth in the narrow monetary aggregates remains well above historical experience, reflecting both the desire of households and firms to maintain liquid assets in a period of heightened uncertainty, and the limited incentive that low interest rates provide for investment in longer-term deposits. Growth in the broader aggregate M2++, in contrast, has slowed markedly since the end of 2009 and is now somewhat below its previous trend, consistent with subdued inflation pressures ahead.

Chart 16: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data

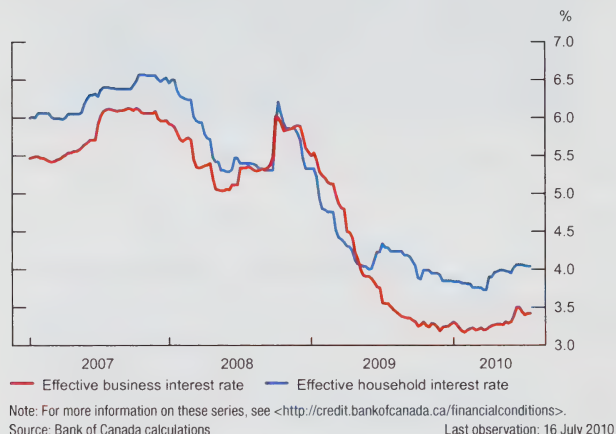


Chart 17: The growth of business credit remains sluggish, while household credit continues to grow rapidly

3-month percentage change (at annual rates)

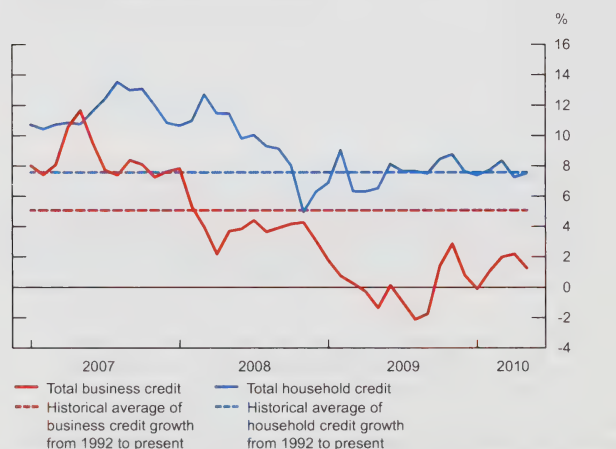
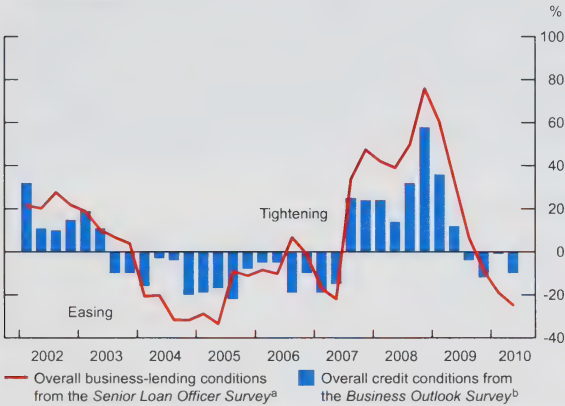


Chart 18: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased in 2010Q2

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions.

Source: Bank of Canada

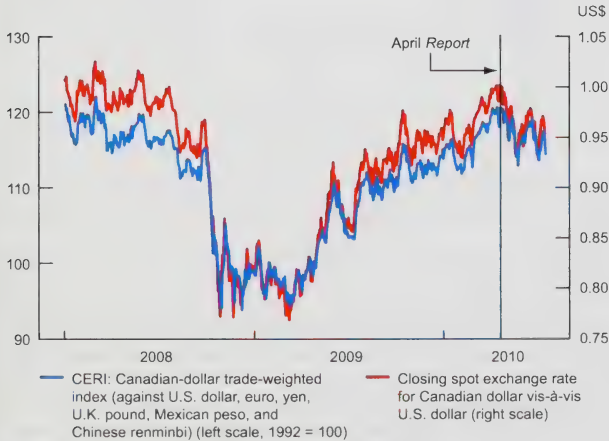
Last observation: 2010Q2

Exchange Rate

The Canadian dollar has depreciated since the *April Report*, averaging 96.4 cents U.S. over the period, compared with the 99 cents U.S. value assumed in the *April Report* (**Chart 19**). The lower value for the Canadian dollar reflects in part the general appreciation of the U.S. currency in response to the European sovereign debt crisis and the recent declines in commodity prices.

Chart 19: The Canadian dollar has depreciated since the April Report

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 16 July 2010

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 96 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; and prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers. Global credit conditions are expected to gradually improve over the projection horizon, although from a somewhat less favourable position than was expected in the *April Report*, reflecting the heightened concerns about sovereign debt in some European countries.

Aggregate Demand and Supply

The economy is projected to grow by 3.5 per cent in 2010, 2.9 per cent in 2011, and 2.2 per cent in 2012.

The pace of real GDP growth is expected to moderate through the remainder of this year and into 2011 (**Chart 20**). As in the *April Report*, this moderation mainly reflects the pulling forward of consumer spending and residential investment in response to accommodative monetary policy and temporary fiscal measures, and the gradual removal of the fiscal stimulus. However, the accelerated global fiscal consolidation and the weaker and more uncertain global outlook imply a slightly more pronounced deceleration in economic growth in Canada than previously expected. There is also a slight shift in the composition of demand, away from domestic demand and towards net exports, reflecting mainly weaker consumption and import growth (**Table 2**). On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 3.5 per cent in 2010, before slowing to 2.9 per cent in 2011 and 2.2 per cent in 2012. The economy is now expected to return to full capacity at the end of 2011.

Chart 20: Real GDP growth is expected to moderate to the rate of potential output growth



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Consumption growth is expected to be more modest than in April, reflecting slower growth in income.

The Bank continues to expect consumer spending to slow to a pace more consistent with income growth. With the growth of income now expected to be slightly softer than was expected at the time of the *April Report*, primarily because of the weaker global outlook and a lower assumed profile for commodity prices, consumption is correspondingly expected to be lower. Over the projection horizon, household spending should continue to be supported by a strengthening labour market.

Table 2: Contributions to average annual real GDP growthPercentage points^a

	2009	2010	2011	2012
Consumption	0.2 (0.1)	1.9 (1.9)	1.4 (1.7)	1.4 (1.5)
Housing	-0.6 (-0.5)	0.6 (0.6)	-0.1 (-0.1)	0.1 (0.1)
Government	1.2 (1.1)	1.4 (1.3)	-0.2 (-0.2)	-0.5 (-0.5)
Business fixed investment	-2.6 (-2.2)	0.1 (0.2)	0.7 (0.8)	0.9 (0.8)
Subtotal: Final domestic demand	-1.8 (-1.5)	4.0 (4.0)	1.8 (2.2)	1.9 (1.9)
Exports	-4.7 (-4.5)	2.5 (2.1)	1.9 (1.8)	1.4 (1.4)
Imports	4.9 (4.3)	-4.1 (-2.9)	-1.1 (-1.6)	-1.2 (-1.5)
Subtotal: Net exports	0.2 (-0.2)	-1.6 (-0.8)	0.8 (0.2)	0.2 (-0.1)
Inventories	-0.9 (-0.9)	1.1 (0.5)	0.3 (0.7)	0.1 (0.1)
GDP	-2.5 (-2.6)	3.5 (3.7)	2.9 (3.1)	2.2 (1.9)
Memo items:				
Potential output	1.2 (1.2)	1.5 (1.5)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)
Real gross domestic income (GDI)	-5.8 (-5.8)	5.7 (5.6)	2.7 (3.7)	2.4 (2.4)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 3 in the October 2009 *Monetary Policy Report*.

As in the April *Report*, investment in housing is projected to weaken further through the remainder of 2010 and well into 2011. This reflects the significant amount of activity that was moved forward in late 2009 and early 2010 by exceptionally low mortgage rates and the recently expired home renovation tax credit, together with tighter mortgage affordability and higher house prices.

The heightened level of uncertainty over the pace and composition of the global recovery is expected to continue to hamper business investment. This is consistent with the easing in the balance of opinion reported in the latest *Business Outlook Survey* with respect to intentions regarding investment in machinery and equipment over the next 12 months. Nevertheless, business investment is expected to increase to levels consistent with previous recoveries (**Chart 21**), driven by the need to expand capacity and to increase productivity in a more competitive international environment. The strong financial position of the Canadian non-financial corporate sector and easy credit conditions are expected to underpin these investments.

At the same time, with the adjustment in the stock-to-sales ratio largely completed, business inventories are expected to provide only modest support to overall real GDP growth over the projection horizon.

As in the April *Report*, the Bank estimates that the contribution of government spending to real GDP growth will gradually decline and turn negative in 2011.

Aided by the lower value assumed for the Canadian dollar, exports are projected to increase slightly more over the 2010–11 period than projected in the April *Report*, despite somewhat weaker growth in external demand. Imports are expected to increase less rapidly than in the April scenario, owing to softer final domestic demand, reduced inventory accumulation, and the lower exchange rate.

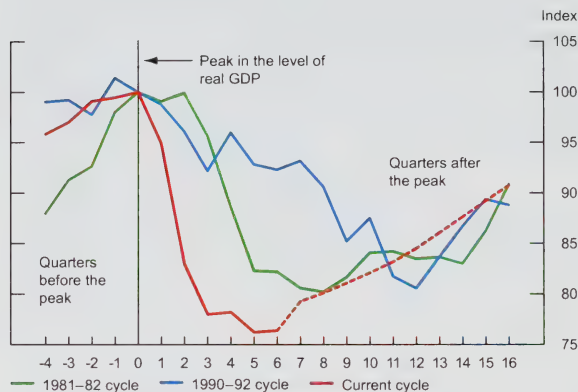
As in April, investment in housing is projected to weaken further through the remainder of 2010 and well into 2011.

Business investment is expected to increase to levels consistent with previous recoveries.

Imports are expected to increase less rapidly than projected in April, owing to softer final domestic demand, reduced inventory accumulation, and the lower exchange rate.

Chart 21: Canadian business fixed investment is expected to increase to levels consistent with previous recoveries

Comparison of Canadian real business investment across economic cycles; peak of cycle = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The Projection for Inflation

The projection for Canadian inflation is largely unchanged relative to the April *Report*, reflecting small and offsetting revisions to the outlook (**Table 3** and **Chart 22**). Although excess supply was somewhat smaller in early 2010 than previously assumed, slower growth in subsequent quarters results in a modestly more persistent output gap than in the previous profile. In addition, the impact of lower energy prices on total CPI inflation is partially offset by the lower value assumed for the Canadian dollar.

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada^a

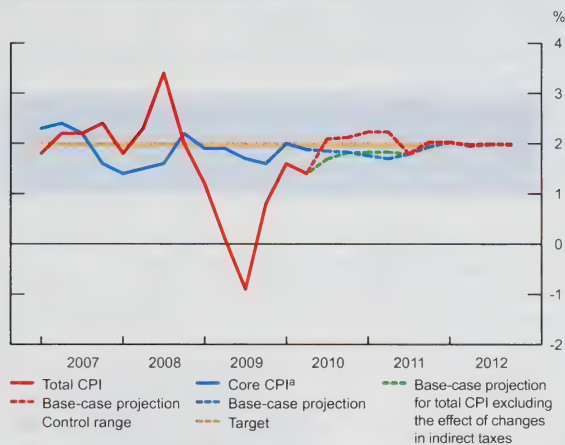
	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	4.9 (5.0)	6.1 (5.8)	3.0 (3.8)	2.8 (3.5)	3.2 (3.5)	3.0 (3.3)	3.0 (2.8)	2.5 (1.9)	2.4 (1.9)	2.0 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.1 (-1.2)	2.2 (2.0)	3.7 (3.9)	4.2 (4.5)	3.8 (4.2)	3.0 (3.6)	3.0 (3.3)	2.9 (2.9)	2.7 (2.5)	2.5 (2.1)	2.2 (1.9)	2.1 (1.9)	2.0 (1.9)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	1.9 (1.9)	1.8 (1.8)	1.8 (1.8)	1.8 (1.7)	1.7 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.7)	1.4 (1.7)	2.1 (2.4)	2.1 (2.4)	2.2 (2.4)	2.2 (2.3)	1.8 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.7)	1.4 (1.7)	1.7 (2.0)	1.8 (2.1)	1.8 (2.1)	1.8 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	76 (76)	79 (79)	78 (86)	75 (88)	77 (89)	78 (89)	80 (90)	80 (90)	81 (90)	81 (91)	81 (91)	82 (91)	82 (91)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 July 2010.

Chart 22: Total CPI and core inflation in Canada are projected to remain close to the 2 per cent target over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

As in April, the Bank's base-case projection for inflation incorporates estimates for the effect of the harmonized sales tax (HST) in Ontario and British Columbia.⁶ According to the Bank's calculations, the direct impact will be a temporary rise of 0.6 percentage points in the year-over-year rate of increase in total CPI lasting from July 2010 to June 2011. As part of the shift to the HST, most taxes currently paid on business inputs will be refunded through tax credits. While this reduction in production costs should have some offsetting effect on consumer prices over time, the extent and the timing of this effect are difficult to assess. The Bank's base-case projection assumes that these cost savings will be transmitted gradually during the second half of the year, eventually reducing core and total CPI by a cumulative 0.3 percentage points, all else being equal. In addition, the Bank's base-case scenario now incorporates the announced increase in the provincial sales tax in Quebec, effective in January 2011, which is expected to add about 0.1 percentage points to total CPI inflation over 2011. As has been the case with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank will look through the first-round effect of these tax changes on prices.

With inflation expectations well anchored, core inflation is expected to remain near 2 per cent throughout the projection period. The recent deceleration in the growth of labour compensation, which is expected to persist and to be reinforced by the spending restraint measures recently announced in the public sector, is contributing to a marked slowdown in the growth of unit labour costs. Combined with a cyclical pickup in labour productivity, this slowdown is expected to gradually reduce inflation pressures. This effect is expected to be offset by the gradual absorption of excess supply. Over the next year or so, the transitory effect of the introduction of the HST is projected to keep core inflation slightly below 2 per cent, as the tax refunds to businesses are passed through to consumers. At the same time, total CPI

Both total CPI and core inflation are expected to remain close to 2 per cent over the projection horizon.

⁶ Since 1 July 2010, both provinces have harmonized their provincial sales tax with the federal goods and services tax. As a result, a broader range of goods and services are now being taxed in Ontario and British Columbia.

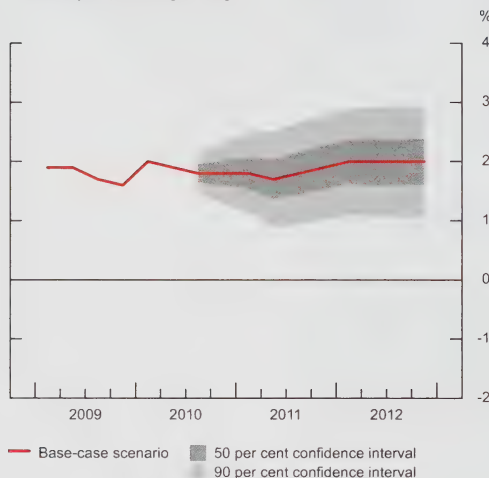
inflation (excluding the effect of changes in indirect taxes) is projected to be more subdued than in April and to remain somewhat below 2 per cent, mainly because of lower expected energy prices. Thereafter, both core and total CPI inflation are expected to be at the 2 per cent target.

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 23** and **Chart 24** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the third quarter of 2010 to the end of 2012.⁷

Chart 23: Projection for core CPI inflation

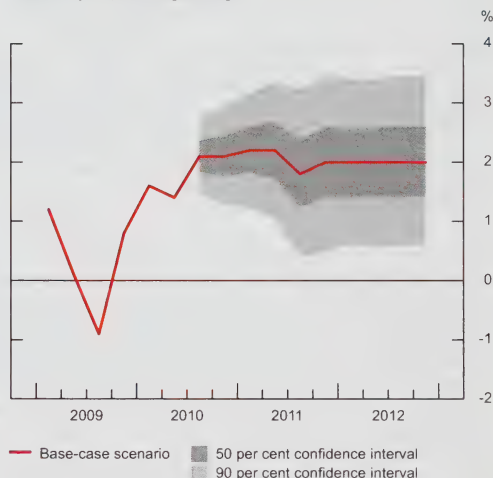
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Chart 24: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

⁷ Technical details on the construction of the fan charts are available at <http://www.bankofcanada.ca/en/monr/pdf/background_fancharts.pdf>.

Risks to the Outlook

Some of the risks identified in the *April Report* have materialized. Most notably, sovereign debt concerns in Europe have intensified. Policy actions taken in response have reduced the likelihood of an adverse outcome and have enhanced medium-term sustainability. Nonetheless, the risks around this projection remain elevated.

Uncertainty surrounding the global outlook is an important risk for inflation in Canada. On the upside, the boost in confidence as advanced countries restore fiscal sustainability could generate greater-than-expected offsets to the fiscal consolidation. There is also a risk that momentum in emerging-market economies could be stronger than currently anticipated, particularly if measures to cool demand prove less effective than expected. On the downside, private demand around the world may be insufficient to sustain the recovery. In the United States, elevated uncertainty and high unemployment may induce households to increase savings and reduce consumption growth more than is currently expected. In Europe, slower growth in private demand could set in motion an adverse feedback loop between growth, financial conditions, and fiscal balances.

In Canada, there are important two-sided risks to the outlook for private demand. On the upside, private demand might have greater momentum than expected, reflecting strong confidence and easy credit conditions. On the downside, it is possible that households will reduce expenditures more than is currently anticipated to maintain their savings rate close to its recent average. Moreover, the projection assumes that investment will return to levels consistent with previous recoveries. Given the uncertainty around the global outlook, there is a risk that the recovery in investment could be further delayed.

The Bank judges that these risks are roughly balanced.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook. These imbalances narrowed during the recession, as U.S. households curtailed their spending, while domestic demand in Asian emerging-market economies has been boosted by aggressive policy measures. The agreement by the G-20 leaders on policies to support strong, sustainable, and balanced growth, and the mutual assessment process, are important steps to reduce the risks associated with global imbalances. However, it remains crucial that countries implement the agreed policies. Without this, large imbalances may re-emerge, with the attendant risk of disorderly adjustment.

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique

583, rue Hollis, 5^e étage

Montréal (Nouvelle-Écosse) B3J 1V4

David Amirault

Représentant principal (Analyse économique)

Monique LeBlanc

Représentante principale (Monnaie)

Québec

501, avenue McGill College, bureau 2030

Montréal (Québec) H3A 3M8

Laurent Martin

Représentant principal (Analyse économique)

Phuong Anh Ho Huu

Représentante principale (Monnaie)

Miville Tremblay

Représentant principal et directeur

Marchés financiers)

Ontario

150, rue King Ouest, bureau 2000

Toronto (Ontario) M5H 1J9

Brigid Brady

Chef adjointe, Analyse régionale, département des

Analyses de l'économie canadienne

Jane Voll

Représentante principale (Analyse économique)

Manuel Parreira

Représentant principal (Monnaie)

Mark Caplan

Représentant principal et directeur

(Marchés financiers)

Eric Tuer

Directeur adjoint (Marchés financiers)

Provinces des Prairies, Nunavut

et Territoires du Nord-Ouest

404-6th Avenue SW, bureau 200

Calgary (Alberta) T2P 0R9

Alexander Fritsche

Représentant principal (Analyse économique)

Ted Mieszkalski

Représentant principal (Monnaie)

Colombie-Britannique et Yukon

200, rue Granville, bureau 2710

Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4

Farid Novin

Représentant principal (Analyse économique)

Lori Rennison

Représentante principale (Analyse économique)

Trevor Frers

Représentant principal (Monnaie)

Bureau de New York

Consulat général du Canada

1251 Avenue of the Americas

New York, NY 10020-1175

États-Unis

Scott Kinnear

Consul et représentant principal

de la Banque du Canada

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces

1583 Hollis Street, 5th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4

David Amirault

Senior Regional Representative (Economics)

Monique LeBlanc

Senior Regional Representative (Currency)

Quebec

1501 McGill College Avenue, Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8

Laurent Martin

Senior Regional Representative (Economics)

Phuong Anh Ho Huu

Senior Regional Representative (Currency)

Miville Tremblay

Senior Representative, Director (Financial Markets)

Ontario

150 King Street West, Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9

Brigid Brady

Assistant Chief, Regional Analysis Division,
Canadian Economic Analysis Department

Jane Voll

Senior Regional Representative (Economics)

Manuel Parreira

Senior Regional Representative (Currency)

Mark Caplan

Senior Representative, Director (Financial Markets)

Eric Tuer

Assistant Director (Financial Markets)

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories

404 - 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9

Alexander Fritsche

Senior Regional Representative (Economics)

Ted Mieszkalski

Senior Regional Representative (Currency)

British Columbia and Yukon

200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4

Farid Novin

Senior Regional Representative (Economics)

Lori Rennison

Senior Regional Representative (Economics)

Trevor Frers

Senior Regional Representative (Currency)

New York Office

Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175 U.S.A.

Scott Kinnear

Consul and Senior Representative
for the Bank of Canada

leurs dépenses, tandis que les économies émergentes asiatiques voyaient leur demande intérieure stimulée par un train de mesures énergiques. L'attente des dirigeants des pays du G20 relative à des politiques favorisant une croissance forte, durable et équilibrée, ainsi que le processus d'évaluation mutuelle constituent des étapes importantes pour réduire les risques liés aux déséquilibres internationaux. Il est toutefois crucial que les mesures convenues soient mises en œuvre par les différents pays, sans quoi d'importants déséquilibres pourraient réapparaître, de même que le risque connexe d'une correction désordonnée.

Les risques entourant les perspectives

Certains des risques mentionnés dans le *Rapport* d'avril se sont concrétisés. Plus particulièrement, les préoccupations au sujet de la dette souveraine en Europe se sont intensifiées. Les mesures adoptées en réaction par les pouvoirs publics ont réduit la probabilité de conséquences négatives et renforcé la durabilité de la reprise à moyen terme. La projection de la Banque demeure néanmoins entachée de risques considérables.

L'incertitude entourant les perspectives mondiales représente un risque important pour l'inflation au Canada. Du côté des risques à la hausse, la poussée de confiance qui accompagne la restauration de la viabilité des finances publiques dans les pays avancés pourrait contrebalancer plus que prévu les effets de l'assainissement budgétaire. Par ailleurs, le dynamisme observé dans les économies émergentes pourrait être plus fort qu'escompté dans les prévisions actuelles, notamment si les mesures prises pour freiner la demande s'avèrent moins efficaces qu'anticipé pour le moment. Pour ce qui est des risques à la baisse, il est possible que la demande privée à l'échelle mondiale ne suffise pas à soutenir la reprise. Aux États-Unis, une grande incertitude et un chômage élevé pourraient inciter les ménages à accroître leur épargne et ainsi entraîner une diminution plus prononcée de la progression de la consommation qu'on ne l'entrevoit actuellement. En Europe, une expansion plus lente de la demande privée pourrait produire des interactions négatives entre la croissance, les conditions financières et les soldes budgétaires.

Au Canada, d'importants risques pèsent sur les perspectives concernant la demande privée, tant à la hausse qu'à la baisse. Dans le premier cas, une confiance solide et des conditions de financement favorables pourraient imprimer à la demande privée un élan plus vif qu'escompté. Inversement, les ménages pourraient restreindre leurs dépenses de manière plus marquée que prévu actuellement, afin de maintenir leur taux d'épargne près de sa moyenne récente. De plus, la projection table sur l'hypothèse que l'investissement des entreprises remontera à des niveaux correspondant à ceux observés lors des reprises précédentes. Compte tenu de l'incertitude entourant les perspectives de l'économie mondiale, il existe un risque que le redressement de l'investissement soit retardé davantage.

La Banque est d'avis que ces risques sont relativement équilibrés.

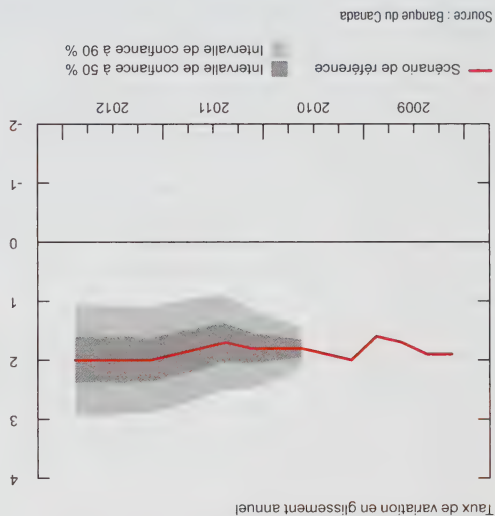
À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Ces déséquilibres se sont amoindris durant la récession, les ménages américains ayant comprimé

Les attentes d'inflation étant bien ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer autour de 2 % tout au long de la période de projection. La récente décélération de la progression de la rémunération du travail, qui devrait persister et être renforcée par les mesures de réduction des dépenses annoncées dernièrement dans le secteur public, contribue à un ralentissement marqué de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Conjoint à un relèvement cyclique de la productivité du travail, ce ralentissement devrait être contrebalancé par la résorption graduelle de l'offre excédentaire. Au cours de la prochaine année environ, on s'attend à ce que l'incidence transitoire de l'entrée en vigueur de la TVH maintienne l'inflation mesurée par l'indice de référence légèrement sous la barre des 2 %, à mesure que les remboursements de taxes aux entreprises seront répercutés sur les prix à la consommation. Parallèlement, l'inflation mesurée par l'IPC global (corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects) devrait être plus modeste qu'on ne le prévoyait en avril et se maintenir un peu au-dessous de 2 %, principalement en raison du niveau prévu plus faible des prix de l'énergie. Par la suite, les taux d'accroissement de l'indice de référence et de l'IPC global devraient tous deux s'établir à la cible de 2 %.

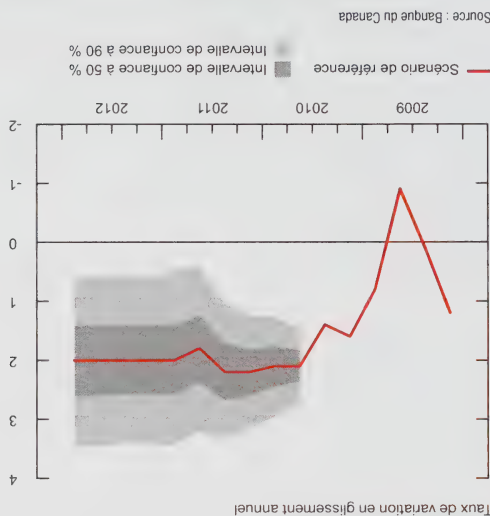
Cette projection intègre une réduction graduelle de la détente monétaire, compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les graphiques 23 et 24 présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du troisième trimestre de 2010 à la fin de 2012⁷.

Graphique 23 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence



Graphique 24 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

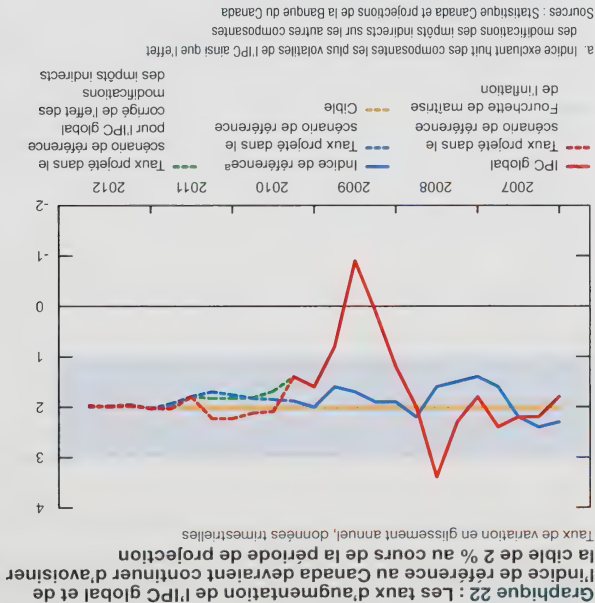


Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer près de 2 % tout au long de la période de projection.

7 On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

6 Le 1^{er} juillet 2010, ces deux provinces ont harmonisé leur taux de vente provinciale avec la taxe fédérale sur les produits et services. En conséquence, une gamme élargie de biens et de services sont dorénavant taxés en Ontario et en Colombie-Britannique.

Comme en avril, le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation intègre l'effet estimatif de l'harmonisation des taxes de vente en Ontario et en Colombie-Britannique^a. Selon les calculs de la Banque, l'incidence directe de cette mesure sera une hausse temporaire de 0,6 point de pourcentage du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global au cours de la période allant de juillet 2010 à juin 2011. Dans le cadre de la mise en place de la taxe de vente harmonisée (TVH), la plupart des taxes payées actuellement sur les intrants des entreprises seront remboursées au moyen de crédits d'impôt. Cette réduction des coûts de production devrait exercer, au fil du temps, un certain effet compensatoire sur les prix à la consommation, mais il est difficile d'évaluer l'ampleur de cet effet et le moment où il se fera sentir. Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que ces économies seront transmises graduellement durant le second semestre de l'année et qu'elles représenteront au total une diminution de 0,3 point de pourcentage des taux de variation de l'indice de référence et de l'IPC global, toutes choses égales par ailleurs. De plus, le scénario de référence de la Banque tient maintenant compte de la majoration annoncée de la taxe de vente provinciale au Québec, qui prendra effet en janvier 2011 et qui devrait ajouter environ 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global en 2011. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impôts indirects par le passé, la Banque fera abstraction des effets initiaux de ces changements sur les prix aux fins de la conduite de la politique monétaire.



Parallèlement, comme l'ajustement du ratio stocks/ventes est essentiellement achevé, les stocks des entreprises ne devraient contribuer que modestement à la croissance globale du PIB réel au cours de la période de projection.

Comme en avril, la Banque estime que l'apport des dépenses publiques à la croissance du PIB réel va graduellement reculer pour devenir négatif en 2011.

Favorisées par la diminution de la valeur postulée du dollar canadien, les

exportations devraient connaître en 2010-2011 une montée légèrement supé-

rieure à ce qui avait été projeté en avril, malgré un certain affaiblissement de

la croissance de la demande extérieure. Les importations devraient augmenter

moins rapidement que dans le scénario d'avril, vu la progression moins robuste

de la demande intérieure finale, le ralentissement projeté du rythme d'accu-

mulation des stocks et le niveau postulé plus faible du taux de change.

La projection en matière d'inflation

La projection relative à l'inflation au Canada demeure pratiquement inchangée

par rapport aux pronostics d'avril, les révisions des perspectives étant

mineures et ayant tendance à s'annuler (**Tableau 3 et Graphique 22**). Même

si, au début de 2010, l'offre excédentaire était quelque peu inférieure au

niveau d'abord escompté, le ralentissement plus prononcé de la croissance

aux trimestres suivants entraînera une modeste hausse de la persistance de

l'écart de production par rapport au profil antérieur. En outre, l'incidence des

prix de l'énergie plus faibles sur l'inflation mesurée par l'IPC global se trouve

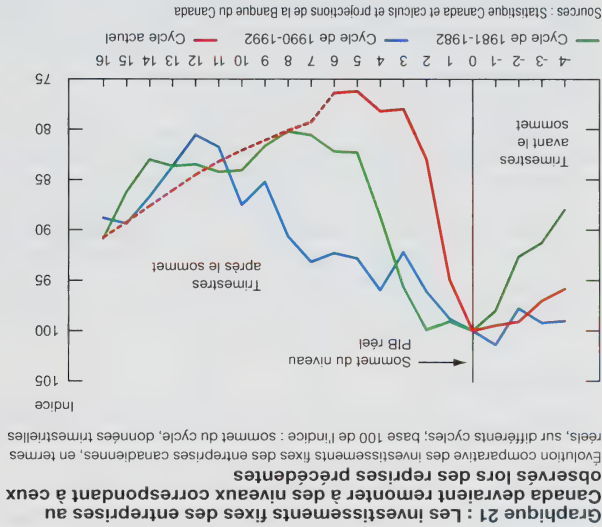
partiellement contrebalancée par la diminution de la valeur postulée du dollar

canadien.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

WTI ^b (niveau)	2009				2010				2011				2012			
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	4,9	6,1	3,0	2,8	3,2	3,0	3,0	3,0	2,5	2,4	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,1	2,2	3,7	4,2	3,8	3,0	3,0	3,0	2,9	2,7	2,5	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(-1,2)	(2,0)	(3,9)	(4,5)	(4,2)	(3,6)	(3,3)	(2,9)	(2,5)	(2,1)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,6	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,8	1,6	1,4	2,1	2,1	2,2	2,2	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVA et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8	1,6	1,4	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI ^b (niveau)	76	79	78	75	77	78	80	80	81	81	81	81	82	82	82	82

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediat (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 juillet 2010.



La Banque s'attend encore à ce que les dépenses de consommation ralentissent, pour passer à une allure davantage compatible avec la progression des revenus. Comme elle entrevoit maintenant une augmentation des revenus un peu plus modeste qu'escompté en avril, principalement à cause de l'affaiblissement des perspectives mondiales et de l'abaissement du profil de croissance projetée des prix des produits de base, le profil de la consommation est en conséquence revu à la baisse. Au cours de la période de projection, les dépenses des ménages devraient continuer d'être soutenues par le renforcement du marché du travail.

Ainsi qu'elle en faisait état en avril, la Banque prévoit que les investissements dans le logement s'affaibliront encore durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011. Ce fléchissement s'explique par l'importance de l'activité qui a été devancée à la fin de 2009 et au début de 2010 à la faveur des taux hypothécaires exceptionnellement bas et du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire — qui a récemment pris fin —, en plus du resserrement des conditions d'octroi des prêts hypothécaires et de la hausse des prix des maisons.

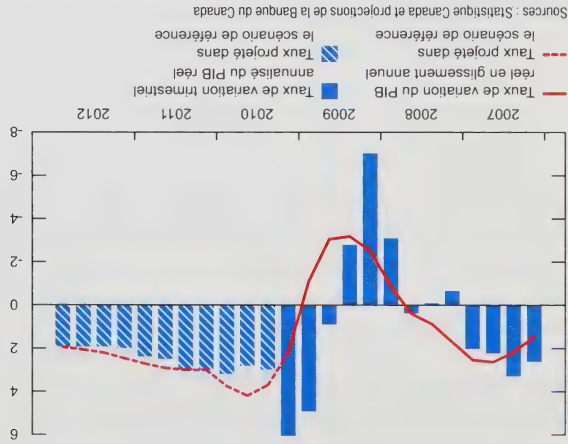
Le degré d'incertitude accru quant au rythme et à la composition de la reprise mondiale devrait continuer de freiner les investissements des firmes. Cette prévision concorde avec la diminution du solde des opinions exprimées dans la toute dernière enquête sur les perspectives des entreprises au sujet des intentions d'investissements en machines et matériel dans les douze prochains mois. Les investissements des firmes devraient néanmoins augmenter pour atteindre des niveaux correspondant à ceux qui ont été observés lors des reprises précédentes (**Graphique 21**), l'élargissement des capacités et l'amélioration de la productivité étant nécessaires dans un espace international plus concurrentiel. Ces investissements devraient être appuyés par la solide situation financière des sociétés non financières canadiennes et les conditions de crédit souples.

Comme en avril, la Banque prévoit que les investissements dans le logement s'affaibliront encore durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011.

Les investissements des firmes devraient augmenter pour atteindre des niveaux correspondant à ceux qui ont été observés lors des reprises précédentes.

La croissance de la consommation devrait être plus modeste qu'envisagé en avril, en raison d'une progression plus faible des revenus.

Graphique 20 : La croissance du PIB réel devrait ralentir pour s'établir au taux d'augmentation de la production potentielle



La Banque s'attend à ce que le rythme d'expansion de l'économie s'établisse à 3,5 % en 2010, à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012.

ère à l'échelle du globe et des perspectives mondiales qui s'affaiblissent et se font plus incertaines, la décélération de l'expansion économique au Canada devrait être un peu plus prononcée qu'envisagé précédemment. La composition de la demande devrait également se modifier légèrement, la demande intérieure perdant en importance au profit des exportations nettes, principalement à cause de la croissance moins élevée de la consommation et des importations (Tableau 2). La Banque projette que la croissance du PIB réel atteindra, en moyenne annuelle, 3,5 % en 2010 avant de ralentir pour s'établir à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012. Elle estime maintenant que l'économie renouera avec son plein potentiel à la fin de 2011.

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

	2009	2010	2011	2012
Consommation	0,2 (0,1)	1,9 (1,9)	1,4 (1,7)	1,4 (1,5)
Logement	-0,6 (-0,5)	0,6 (0,6)	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)
Administrations publiques	1,2 (1,1)	1,4 (1,3)	-0,2 (-0,2)	-0,5 (-0,5)
Investissements fixes des entreprises	-2,6 (-2,2)	0,1 (0,2)	0,7 (0,8)	0,9 (0,8)
Total partiel : demande intérieure finale	-1,8 (-1,5)	4,0 (4,0)	1,8 (2,2)	1,9 (1,9)
Exportations	-4,7 (-4,5)	2,5 (2,1)	1,9 (1,8)	1,4 (1,4)
Importations	4,9 (4,3)	-4,1 (-2,9)	-1,1 (-1,6)	-1,2 (-1,5)
Total partiel : exportations nettes	0,2 (-0,2)	-1,6 (-0,8)	0,8 (0,2)	0,2 (-0,1)
Stocks	-0,9 (-0,9)	1,1 (0,5)	0,3 (0,7)	0,1 (0,1)
PIB	-2,5 (-2,6)	3,5 (3,7)	2,9 (3,1)	2,2 (1,9)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,2 (1,2)	1,5 (1,5)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	-5,8 (-5,8)	5,7 (5,6)	2,7 (3,7)	2,4 (2,4)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du Rapport sur la politique monétaire, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 3 du Rapport d'octobre 2009.

La Banque anticipe une modération du rythme de progression du PIB réel durant le reste de l'année et en 2011 (Graphique 20). Comme l'indiquait le *Rapport* d'avril, cette atténuation tient surtout au développement des dépenses de consommation et des investissements dans le logement qu'ont entraîné l'assouplissement des conditions monétaires et la mise en place de mesures temporaires de relance budgétaire, ainsi qu'au retrait graduel de ces dernières. Compte tenu, toutefois, de l'assainissement des finances publiques qui s'accé-

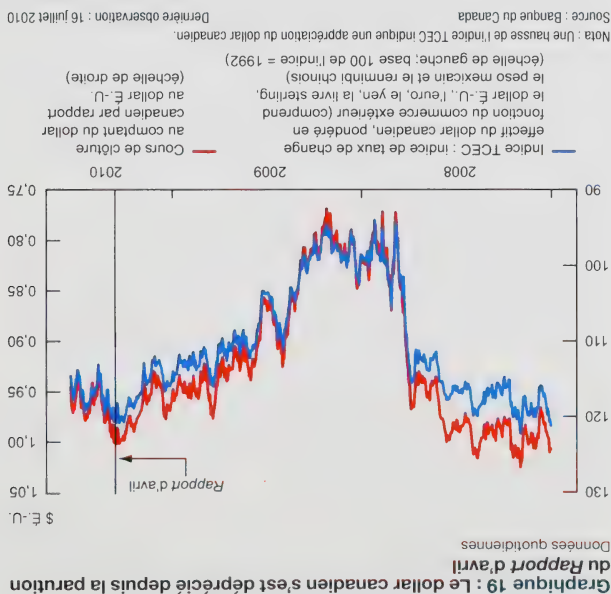
L'offre et la demande globales

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : l'établissement du taux de change du dollar canadien à 96 cents $\text{£-}\text{U.}$ en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques qui va de pair avec la reprise économique mondiale. Les conditions du crédit à l'échelle internationale devraient s'améliorer graduellement durant la période de projection, mais leur situation initiale sera un peu moins favorable que prévu en avril, du fait des préoccupations accrues concernant la dette souveraine de certains pays européens.

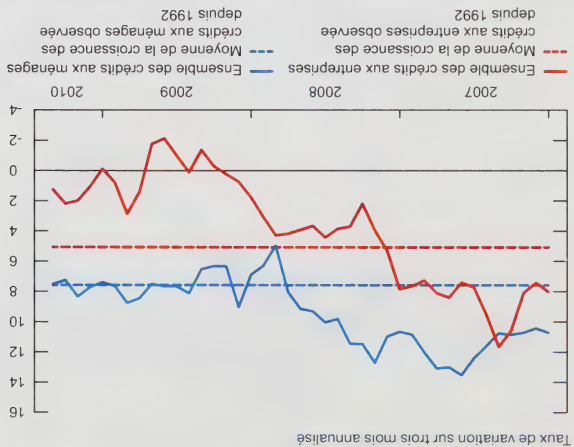
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

Le dollar canadien s'est déprécié depuis la parution du *Rapport* d'avril, sa valeur se situant en moyenne à 96,4 cents $\text{£-}\text{U.}$ au cours de la période, comparativement au chiffre de 99 cents $\text{£-}\text{U.}$ qui avait été postulé en avril (Graphique 19). La baisse de valeur du dollar canadien fait écho, en partie, à l'appréciation générale de la devise américaine résultant de la crise de la dette souveraine en Europe et des réductions récentes des prix des produits de base.

Le taux de change



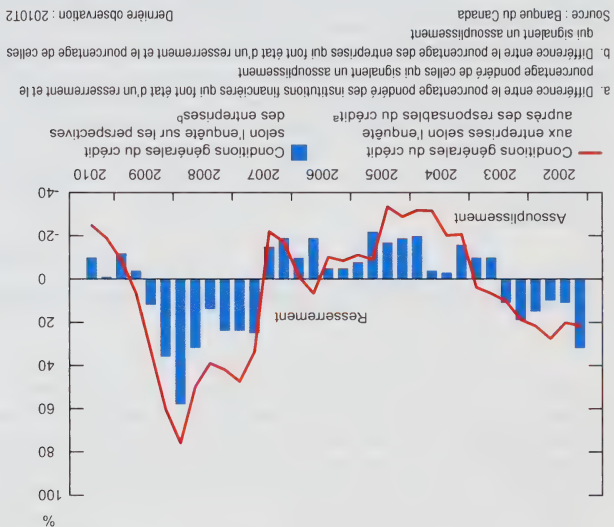
Graphique 17 : La croissance du crédit aux entreprises demeure anémique, alors que le crédit aux ménages continue de progresser à un rythme vigoureux



SOURCE : Banque du Canada

DERNIÈRE OBSERVATION : mai 2010

Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions de crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont assouplies au deuxième trimestre de 2010



SOURCE : Banque du Canada

DERNIÈRE OBSERVATION : 2010T2

La progression des agrégats monétaires au sens étroit se maintient bien au-dessus de ce qu'on a enregistré par le passé, situation qui s'explique à la fois par le désir des ménages et des entreprises de conserver des actifs liquides en période d'incertitude accrue et par le fait que les bas taux d'intérêt stimulent peu la demande de placements dans des dépôts à long terme. L'expansion de l'agrégat au sens large M2+, par contre, s'est considérablement tassée depuis la fin de 2009 et s'établit maintenant un peu en deçà de son taux tendanciel, ce qui cadre avec le niveau modéré attendu des pressions inflationnistes.

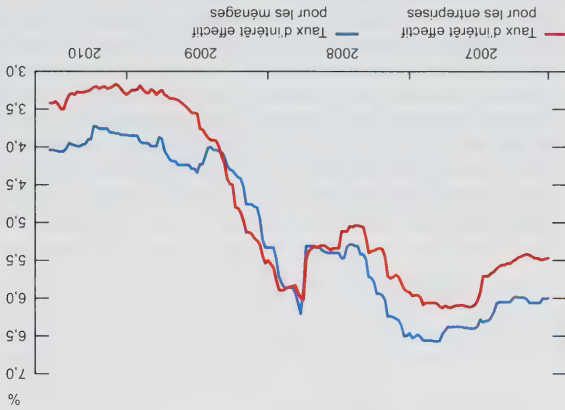
Globalement, les conditions financières au Canada sont demeurées favorables, et ont ainsi fourni un soutien continu à la reprise économique.

Les marchés financiers canadiens se sont montrés relativement résilients face aux tensions sur les marchés internationaux. En particulier, les marchés du financement bancaire au Canada ont été peu touchés par les pressions s'exerçant sur les marchés mondiaux du financement à court terme. Cependant, les tensions à l'échelle du globe ont conduit à une réduction du prix des actifs risqués et à une certaine majoration des primes de risque. Globalement, les conditions financières au Canada sont demeurées favorables, et ont ainsi fourni un soutien continu à la reprise économique.

Les coûts de financement des banques canadiennes se sont quelque peu accrus depuis la parution du *Rapport* d'avril, en raison du relèvement attendu du taux directeur et de la légère hausse des primes de risque. Les coûts d'emprunt effectifs des ménages canadiens ont également augmenté un peu, mais ils restent malgré tout à un niveau exceptionnellement bas (**Graphique 16**). Dans ce contexte, l'expansion de l'ensemble des crédits aux ménages est demeurée robuste (**Graphique 17**).

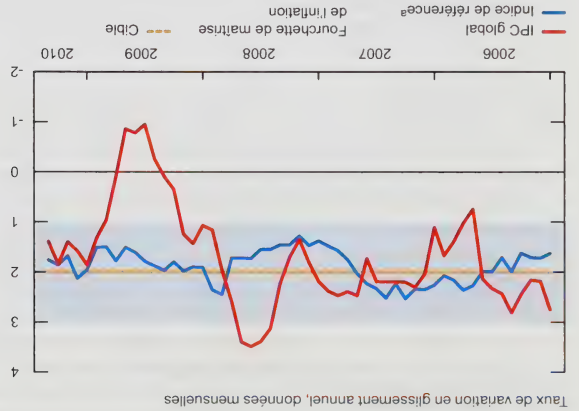
Les coûts d'emprunt effectifs des firmes canadiennes se sont aussi élevés légèrement depuis avril, quoiqu'ils restent, eux aussi, exceptionnellement bas. Parallèlement, les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (<http://www.banqueducanada.ca/fr/sios/pdf/sios2010T2.pdf>) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises indiquent que les conditions du crédit aux entreprises se sont assouplies au cours des derniers mois (**Graphique 18**). L'enquête auprès des responsables du crédit, notamment, fait état d'un léger assouplissement net dans le cas des petites entreprises et des sociétés commerciales pour la première fois depuis le début du resserrément des conditions du crédit au troisième trimestre de 2007. Malgré des coûts d'emprunt favorables, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises reste anémique, en partie à cause du niveau relativement élevé des liquidités détenues par les sociétés non financières et de la faiblesse des investissements.

Graphique 16 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurant à des niveaux exceptionnellement bas
Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.
Source : calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : 16 juillet 2010

Graphique 14 : Au Canada, l'inflation a évolué essentiellement comme prévu

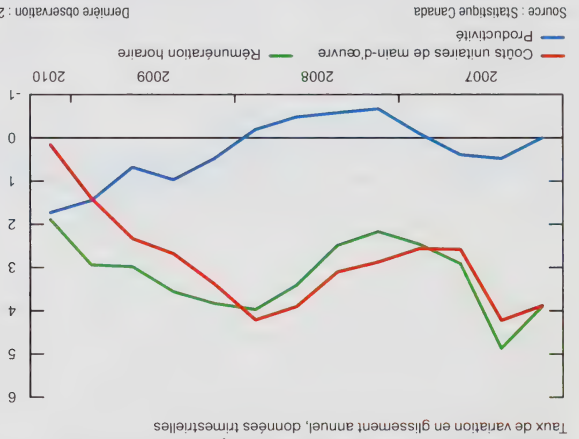


a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

Dernière observation : mai 2010

Graphique 15 : L'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre a nettement ralenti depuis la fin de 2008



Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent que les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en juillet, l'IPC global devrait gagner 1,9 % en 2010. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet été, 95 % des firmes sondées estiment que la hausse moyenne de l'IPC se maintiendra durant les deux prochaines années à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de 1 à 3 % que vise l'institution. L'enquête montre aussi que les attentes sont réparties également entre les entreprises qui s'attendent à ce que l'inflation s'établisse dans la moitié inférieure de la fourchette et celles qui prévoient qu'elle s'inscrive dans la moitié supérieure. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché se situent toujours à l'intérieur de la fourchette observée par le passé.

Les attentes d'inflation restent solides -
ment ancrées à la cible de 2 %.

5 Comme par les années passées, la Banque publiera les résultats de sa réévaluation annuelle approfondie de la production potentielle dans la livraison d'octobre du Rapport.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a évolué comme on le prévoyait en avril, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global a été un peu plus faible que projeté, en raison principalement du niveau moins élevé qu'escompté des prix de l'essence. Le taux d'augmentation de l'indice de référence a quelque peu baissé pour s'établir légèrement sous la barre des 2 % ces derniers mois, du fait de la disparition partielle des facteurs temporaires qui avaient stimulé l'inflation au début de l'année (notamment la flambée passagère des tarifs des services d'hébergement associée à la tenue des Jeux olympiques de 2010 à Vancouver) (Graphique 14). Plus fondamentalement, l'atténuation de la pression à la baisse sur l'inflation découlant de la réduction de l'offre excédentaire au sein de l'économie a été en grande partie neutralisée par la diminution de la pression à la hausse provenant de la croissance de la rémunération du travail (Graphique 15), ce qui a contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence près de 2 %.

L'inflation et la cible de 2 %

Dans l'ensemble, les divers indicateurs des pressions s'exerçant sur les capacités concordent avec le point de vue de la Banque selon lequel la production potentielle a cru d'environ 1,2 % en 2009 et de 1,5 % plus récemment. À cet égard, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 1/2 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2010. L'augmentation de l'indice de référence a évolué comme on le prévoyait en avril, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global a été un peu plus faible que projeté, en raison principalement du niveau moins élevé qu'escompté des prix de l'essence. Le taux d'augmentation de l'indice de référence a quelque peu baissé pour s'établir légèrement sous la barre des 2 % ces derniers mois, du fait de la disparition partielle des facteurs temporaires qui avaient stimulé l'inflation au début de l'année (notamment la flambée passagère des tarifs des services d'hébergement associée à la tenue des Jeux olympiques de 2010 à Vancouver) (Graphique 14). Plus fondamentalement, l'atténuation de la pression à la baisse sur l'inflation découlant de la réduction de l'offre excédentaire au sein de l'économie a été en grande partie neutralisée par la diminution de la pression à la hausse provenant de la croissance de la rémunération du travail (Graphique 15), ce qui a contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence près de 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a évolué comme on le prévoyait, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global a été un peu plus faible que projeté, en raison du niveau moins élevé des prix de l'essence.

La Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 1/2 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2010.

Graphique 13 : La situation sur le marché du travail s'améliore graduellement

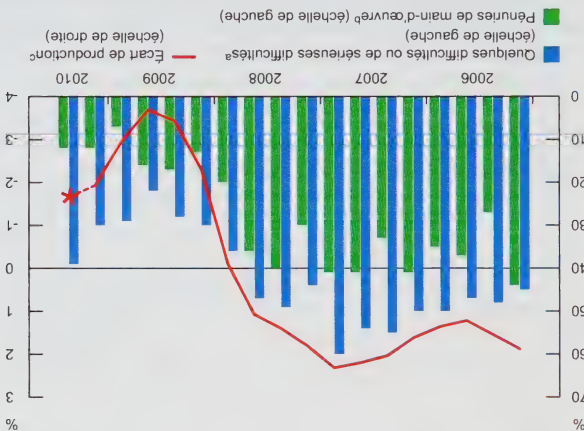


Des indicateurs récents donnent à penser que la progression du PIB réel a ralenti pour se situer aux alentours de 3,0 % au deuxième trimestre. Les dépenses de consommation se sont modérées, alors que les investissements dans le logement se sont contractés de façon marquée, comme prévu, après l'expiration du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire, le resserrement des conditions d'octroi des prêts hypothécaires et la majoration des taux hypothécaires. Par opposition, la reprise des investissements des entreprises devrait s'être amorcée, à la faveur de la hausse des achats de machines et de matériel associée en partie au redressement du secteur pétrolier. De même, les dépenses publiques ont été stimulées temporairement par les dépenses liées aux sommets du G8 et du G20 dont le Canada a été l'hôte en juin.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

La marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne a continué de diminuer au deuxième trimestre. Les divers indicateurs que la Banque prend en considération fournissent des informations quelque peu divergentes quant à l'ampleur de la baisse. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus à l'été (<http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2010/ete/bos0710f.pdf>), la marge de capacités excédentaires a sensiblement diminué depuis le sommet atteint au troisième trimestre de 2009, la proportion de firmes qui estiment qu'elles auront du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande atteignant son niveau le plus élevé depuis le troisième trimestre de 2008 (**Graphique 12**). Par contre, la mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indique que celui-ci était encore appréciable.

Graphique 12 : L'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne s'est amoindrie sensiblement depuis le troisième trimestre de 2009

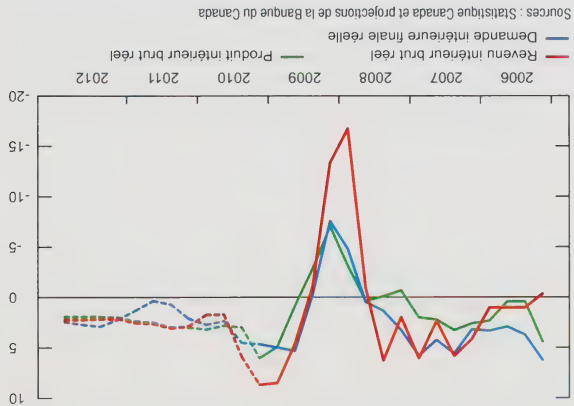


a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sévères difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart de production de 3,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

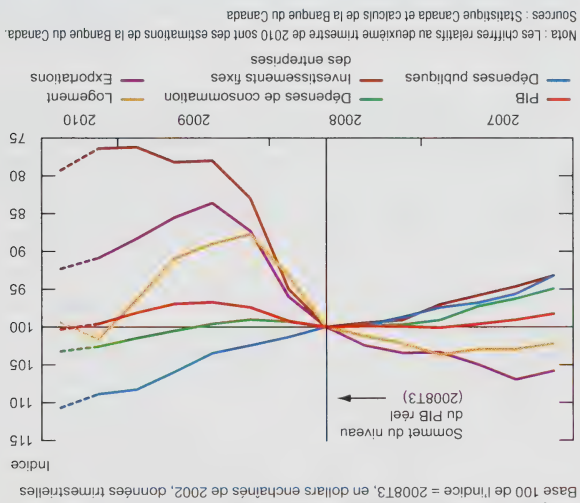
Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T2

Graphique 10 : Après avoir connu une forte accélération en 2009, la croissance du revenu intérieur brut réel devrait ralentir
Taux de croissance trimestriel annualisé



Graphique 11 : Soutenu par les dépenses des ménages et des administrations publiques, le PIB réel se rapproche du niveau auquel il se situait avant la récession



Les dépenses des ménages ont été un peu plus fortes qu'escompté pendant le trimestre, grâce à de solides gains au chapitre du revenu du travail, au redressement de la confiance et aux conditions de crédit favorables. L'expansion des investissements dans le logement a également dépassé les attentes, les ménages s'étant empressés de tirer profit du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire avant que celui-ci n'expire à la fin de janvier. L'inversion plus rapide que prévu du cycle des stocks a aussi donné un élan considérable à la croissance globale du PIB. Cependant, comme l'incertitude des firmes persiste quant à la viabilité de la reprise de la demande mondiale, la remontée des investissements fixes des entreprises a été plus modeste qu'anticipé. De fait, le niveau de ces investissements reste faible, après un repli plus rapide et plus profond que lors des récessions précédentes.

La reprise au Canada se déroule en gros comme prévu, soutenue par la détente budgétaire et monétaire, la hausse des termes de l'échange, l'amélioration de la situation sur le marché du travail, le regain de confiance des ménages et le redressement de l'économie mondiale. Comme dans le *Rapport* d'avril, la Banque s'attend à ce que le rythme de croissance de l'activité ralentisse, en raison du dévancement des dépenses de consommation et des investissements dans le secteur du logement suscité par les mesures de relance, ainsi que du retrait graduel de la détente budgétaire.

La Banque estime maintenant que cette décélération sera légèrement plus prononcée en 2010 et en 2011, en grande partie sous l'effet de l'affaiblissement et de l'incertitude accrue des perspectives de l'économie mondiale par rapport à celles présentées en avril. Elle prévoit que la progression de la consommation sera plus modeste, ce qui cadre avec une croissance des revenus moins élevée. L'incertitude devrait également tempérer la reprise des investissements des entreprises à court terme. En revanche, la diminution de la valeur postulée du dollar canadien devrait contribuer à stimuler les exportations nettes. Dans l'ensemble, le niveau de l'activité économique au Canada devrait retrouver son plein potentiel un peu plus tard qu'on ne s'y attendait précédemment.

La projection concernant l'inflation au Canada est demeurée pratiquement inchangée par rapport à celle contenue dans le *Rapport* d'avril, les révisions des perspectives étant mineures et ayant tendance à s'annuler. Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection. La Banque fera abstraction des effets transitoires sur l'inflation des modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces.

L'évolution récente L'activité économique

Ainsi qu'on s'y attendait dans la livraison d'avril du *Rapport*, le PIB réel du Canada a bondi au premier trimestre, de 6,1 % (en chiffres annu­alisés), sous l'impulsion de la vive croissance de la demande intérieure et de la reprise des exportations qui se sont poursuivies. Une nouvelle amélioration des termes de l'échange du pays a donné lieu à une hausse encore plus marquée du revenu intérieur brut réel (**Graphique 10**). Au premier trimestre de 2010, le niveau du PIB réel a remonte pour se rapprocher du sommet atteint avant la récession, sous l'effet des mesures de relance budgétaire en cours, de la vigueur des dépenses de consommation et de la robustesse des investissements dans le logement (**Graphique 11**).

Au premier trimestre de 2010, le niveau du PIB réel a remonte pour se rapprocher du sommet atteint avant la récession, sous l'effet des mesures de relance budgétaire en cours, de la vigueur des dépenses de consommation et de la robustesse des investissements dans le logement.

La projection concernant l'inflation au Canada est demeurée pratiquement inchangée par rapport à celle présentée en avril.

La Banque s'attend à ce que le rythme de croissance ralentisse en 2010 et en 2011 un peu plus rapidement que projeté en avril.

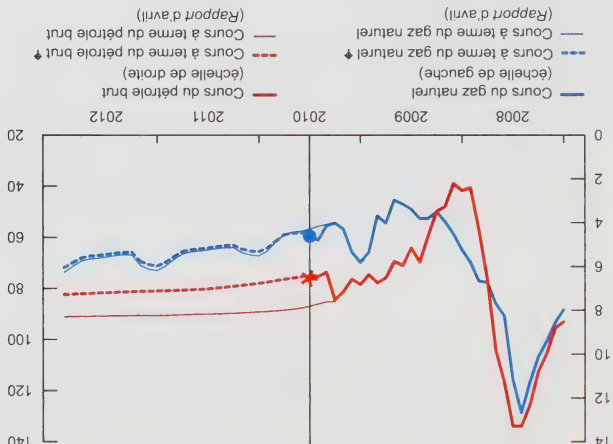
La reprise au Canada se déroule en gros comme prévu.

Graphique 9 : Les cours à terme du pétrole sont plus faibles qu'ils l'étaient en avril, tandis que les cours du gaz naturel demeurent essentiellement inchangés

Données mensuelles

\$ E.-U. / million de BTU

\$ E.-U. / baril



Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour juillet 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 juillet 2010.

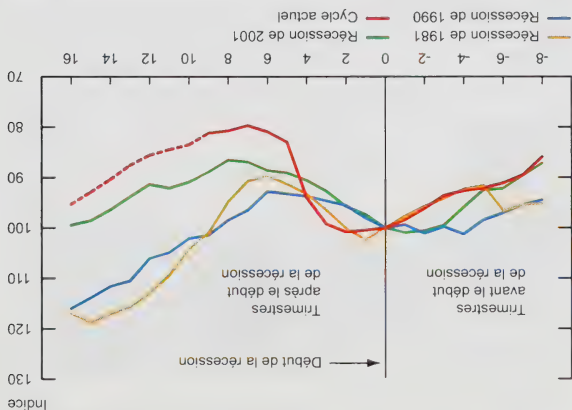
Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

L'évolution escomptée des prix des produits de base au cours de la période de projection a été révisée à la baisse depuis la parution du *Rapport* en avril, compte tenu des perspectives moins favorables concernant la croissance de l'économie mondiale. En fait foi la trajectoire inférieure mais ascendante des cours à terme du pétrole, qui passent d'environ 75 dollars américains le baril à quelque 82 dollars à la fin de 2012 (**Graphique 9**). À mesure que l'activité économique mondiale se redressera, l'indice des prix des produits non énergétiques de la Banque devrait aussi augmenter de façon constante, pour atteindre un niveau légèrement inférieur à celui attendu dans le *Rapport* d'avril.

L'évolution escomptée des prix des produits de base a été révisée à la baisse.

Graphique 8 : La progression des investissements des entreprises aux États-Unis devrait continuer d'être anémique par rapport aux reprises précédentes

Évolution comparative du niveau des investissements des entreprises américaines, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et projections de la Banque du Canada

assainissement plus énergique des finances publiques, d'une détérioration des conditions du crédit par suite des tensions présentes sur les marchés du financement bancaire, et d'une diminution de la confiance. On anticipe une reprise léthargique au cours de la période 2010-2012, alimentée par les exportations, lesquelles devraient bénéficier de la dépréciation de l'euro. La demande intérieure devrait demeurer atone, compte tenu d'une expansion modeste de l'emploi et des salaires ainsi que d'une hausse des impôts.

Selon les projections, la reprise au Japon évoluera essentiellement comme escompté dans le *Rapport* d'avril et les exportations nettes seront encore le principal moteur de la croissance. La fin des subventions publiques devrait ralentir la progression de la consommation, alors que l'appréciation du yen depuis l'écèlement de la crise de la dette souveraine freinera l'expansion des exportations. On prévoit que les conditions monétaires et financières au Japon resteront très favorables.

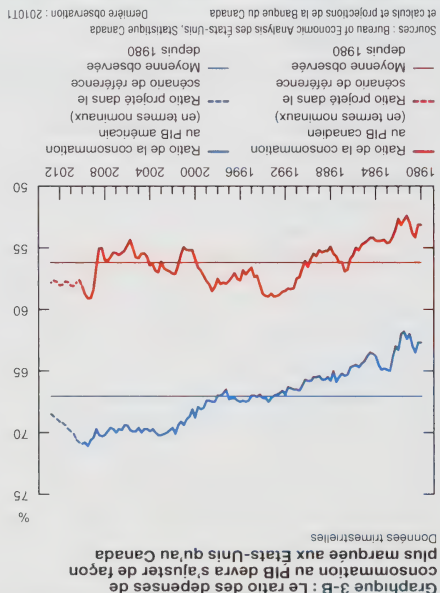
La croissance rapide en Chine devrait se rapprocher peu à peu d'un taux d'expansion tendanciel de quelque 8 à 9 % en 2011 et 2012.

La croissance rapide en Chine devrait se rapprocher peu à peu d'un taux d'expansion tendanciel d'approximativement 8 à 9 % en 2011 et 2012, sous l'influence du retrait graduel des programmes de relance budgétaire, de la mise en place de mesures de resserrement du crédit (qui ciblent le marché du logement et les emprunts des administrations locales) de même que de l'appréciation postulée de la monnaie chinoise. La demande intérieure devrait demeurer la principale source de croissance, puisque les exportations sont susceptibles de se ressentir de la crise de la dette souveraine en Europe, qui constitue le plus important marché d'exportation de la Chine⁴. D'autres économies émergentes devraient enregistrer une solide expansion durant les trois prochaines années, ce qui, dans bien des cas, tient tant à la vigueur de la demande intérieure qu'aux exportations liées aux technologies.

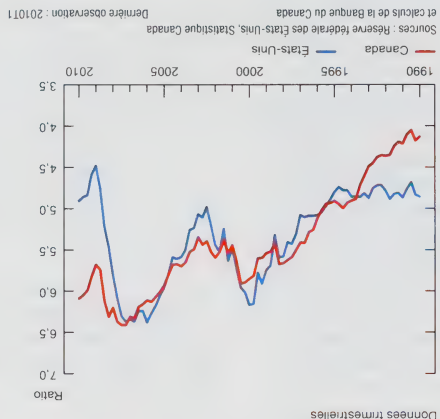
⁴ Quelque 20 % des exportations de la Chine sont destinées au marché européen.

Le comportement de la consommation et de l'épargne
aux États-Unis et au Canada

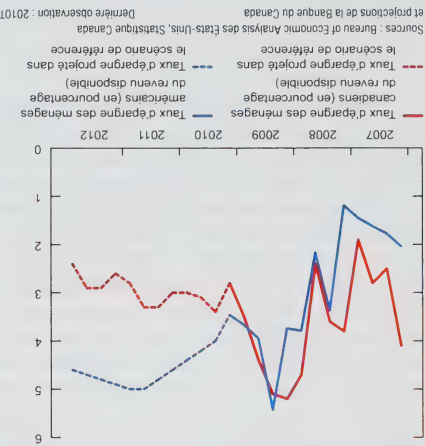
La possibilité que la consommation des ménages diminue plus rapidement que prévu par rapport à leurs revenus fait planer un risque à la baisse sur la projection de la Banque (voir la section traitant des risques à la page 37).



Graphique 3-C : L'examen du ratio de l'avoir net au revenu disponible incite à penser que les ménages canadiens sont en meilleure posture que leurs voisins du sud



Graphique 3-A : Le taux d'épargne devrait rester plus élevé aux États-Unis qu'au Canada, en raison de la plus grande nécessité pour les ménages américains de réduire leur ratio d'endettement

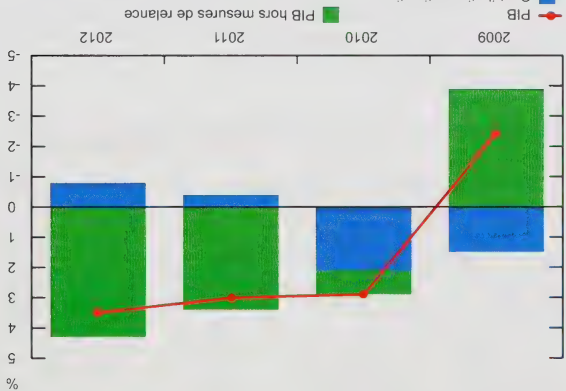


Graphique 3-B) moyenne de long terme

Le Banquet s'attend à ce que la reprise de la demande de consommation aux États-Unis soit plus lente que celle observée lors des cycles précédents, en raison essentiellement de la nécessité pour les ménages d'assainir leurs bilans. Le taux d'épargne des ménages américains, qui s'était établi en moyenne à 1,8 % de 2005 à 2007, a augmenté récemment et avoisine maintenant 3,5 %. Il devrait atteindre les 5 % en 2011 si, comme on le prévoit, le revenu du travail progresse à un rythme plus rapide que les dépenses de consommation (Graphique 3-A). La réduction en cours du ratio d'endettement des ménages devrait rapprocher graduellement, durant la période de projection, le ratio des dépenses de consommation au PIB de sa

Graphique 7 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent actuellement la croissance économique aux États-Unis, mais la demande du secteur privé devrait devenir plus durable dans les années à venir

Données annuelles



Nota : La contribution des mesures de relance à la croissance reflète les effets directs sur le PIB des interventions de relance sur d'autres composantes de la demande globale. Sources : Banque du Canada et Bureau of Economic Analysis des États-Unis.

de progression de la production potentielle. Selon les prévisions, l'expansion du PIB américain sera un peu plus faible qu'anticipé en avril, du fait des retombées de la crise de la dette souveraine en Europe et du redressement plus lent de la demande intérieure privée. Si les stimulants budgétaires demeurent un important moteur de la croissance en 2010, il reste que leur élimination exercera un effet modérateur sur l'activité économique aux États-Unis durant les deux années suivantes (**Graphique 7**). La hausse de la consommation devrait être modeste, les ménages s'efforçant de reconstruire leur épargne (**Note technique 3**), tandis que la reprise de l'investissement résidentiel devrait être freinée par les ventes de maisons saisies, l'accès limité au crédit pour les constructeurs et le renversement des effets des incitatifs fiscaux temporaires à l'achat d'une maison (qui avaient entraîné un dévancement de la demande de logements). On s'attend à ce que la croissance des investissements des entreprises remonte graduellement, mais il est probable qu'elle restera anémique par rapport à ce qui a été observé lors des reprises précédentes (surtout dans le cas des investissements dans la construction), en raison du niveau élevé des capacités inutilisées et de conditions du crédit tendues (particulièrement pour les petites entreprises) (**Graphique 8**). Les projections laissent entrevoir une forte expansion des exportations au cours de la période considérée, mais inférieure à celle prévue dans le *Rapport d'avril*, la demande extérieure étant plus faible, et le dollar américain, plus vigoureux. Les perspectives concernant la zone euro sont assombries par les événements récents. La croissance économique devrait être plus modérée qu'on ne l'entrevoitait dans le *Rapport d'avril*, sous l'effet de l'incertitude accrue, d'un

3 La richesse des ménages aux États-Unis se situe encore bien en deçà des niveaux enregistrés avant la récession et a vraisemblablement reculé davantage depuis la publication du *Rapport* en avril, ce qui s'explique par les récents chocs financiers et les effets du repli des cours boursiers.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)		
	2010	2011	2012
	2010	2011	2012
Etats-Unis	21	2,9 (3,1)	3,0 (3,5)
	15	1,0 (1,2)	1,2 (1,6)
	6	3,3 (2,1)	1,5 (1,7)
	13	10,3 (10,2)	9,2 (9,3)
	45	5,1 (4,5)	3,8 (4,1)
	Ensemble du monde	4,6 (4,2)	3,8 (4,0)
Autres pays	21	2,9 (3,1)	3,0 (3,5)
	15	1,0 (1,2)	1,2 (1,6)
	6	3,3 (2,1)	1,5 (1,7)
	13	10,3 (10,2)	9,2 (9,3)
	45	5,1 (4,5)	3,8 (4,1)
	Ensemble du monde	4,6 (4,2)	3,8 (4,0)

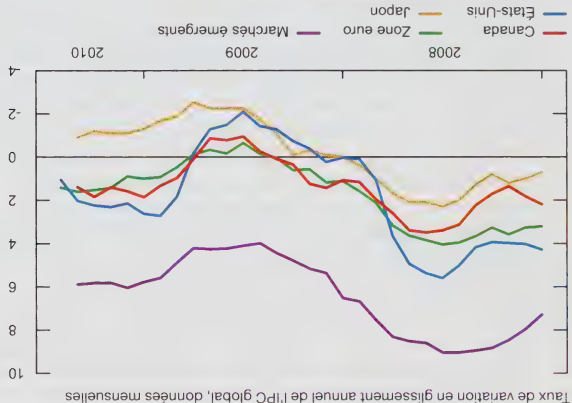
a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2009.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2010

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2010 du Rapport sur la politique monétaire.

Source : Banque du Canada

Graphique 6 : Les pressions inflationnistes demeurent limitées dans les grandes économies avancées mais augmentent dans les pays à marché émergent



Compte tenu de la lenteur de la reprise et de l'existence d'écarts de production considérables, les pressions inflationnistes sous-jacentes sont encore limitées dans les grandes économies avancées (**Graphique 6**). Toutefois, les pressions inflationnistes sont en hausse dans bon nombre de pays émergents et devraient s'intensifier davantage pendant la période de projection, sous l'effet du dynamisme de leurs économies et, dans certains cas, de conditions monétaires expansionnistes.

Les projections indiquent que la reprise économique aux Etats-Unis sera plus lente que durant les cycles précédents, ce qui est attribuable au léger ralentissement de la croissance dans le reste du monde, au retard des mesures de relance budgétaire et à la réduction en cours du levier d'endettement des ménages et des institutions financières. Comme la croissance se chiffrera à 3 1/4 % en moyenne en 2011 et 2012, des capacités inutilisées devraient persister à l'horizon projeté, étant donné l'ampleur de la récession et le rythme

L'expansion projetée du PIB américain est un peu plus faible qu'en avril, s'établissant à 3 1/4 % en moyenne pour 2011 et 2012.

2 Selon la dernière enquête réalisée par la National Federation of Independent Business, les petites entreprises indiquent encore qu'elles ont de la difficulté à obtenir des prêts.

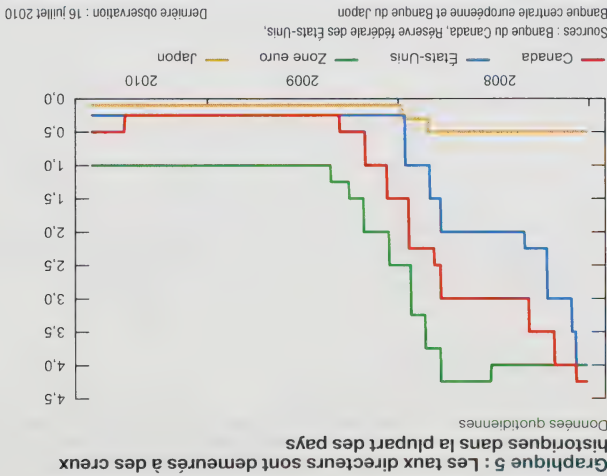
Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les mesures prises jusqu'à maintenant en Europe préviendront une nouvelle dégradation des conditions financières ainsi que la propagation des problèmes dans d'autres pays de la zone euro et au delà. Dans l'ensemble, la reprise économique mondiale devrait se poursuivre, mais elle sera graduelle que ce à quoi on s'attendait dans la livraison d'avril du *Rapport*, la croissance devant s'établir en moyenne à un peu moins de 4 % jusqu'à la fin de 2012 (Tableau 1). La révision à la baisse des perspectives pour 2011 et 2012 reflète un redressement plus progressif de la demande intérieure privée ainsi que les répercussions négatives de la crise de la dette souveraine, y compris l'assainissement accéléré des finances publiques (Note technique 1).

La reprise économique mondiale devrait se poursuivre, mais elle sera graduelle.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

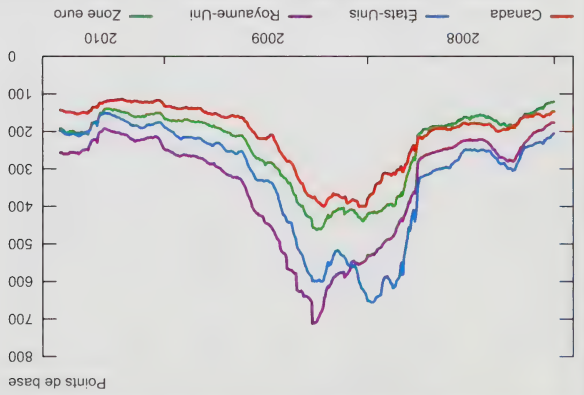
Les conditions d'octroi de prêts bancaires sont demeurées à peu près inchangées dans la plupart des économies avancées. Selon les résultats des dernières enquêtes menées auprès des responsables du crédit aux États-Unis et en Europe, en général, les banques commerciales n'ont pas resserré davantage leurs normes d'octroi de prêts. Les banques régionales américaines ne sont pas aussi solidement financièrement que les grandes institutions installées sur les principales places financières, leur capacité à accorder des prêts aux entreprises et aux ménages est donc plus limitée². En Europe, l'assainissement prévu des finances publiques est susceptible de ralentir la croissance à court terme, ce qui pourrait compliquer la tâche des ménages et des entreprises pour ce qui est d'assurer le service de leur dette et occasionner d'autres pertes ainsi qu'un affaiblissement des bilans des banques. De plus, de nombreuses banques européennes ont à leur bilan des montants importants de la dette souveraine des pays vulnérables de la zone euro. Les autorités européennes ont annoncé récemment qu'elles effectuent des simulations de crise afin d'évaluer la vulnérabilité de leurs banques et qu'elles en publieront les résultats le 23 juillet 2010.

Les conditions d'octroi de prêts bancaires sont demeurées à peu près inchangées dans la plupart des économies avancées.



Graphique 3 : Les écarts de rendement relatifs aux obligations de sociétés ont légèrement augmenté ces dernières semaines

Écarts entre les obligations de sociétés de bonne qualité et les obligations d'État

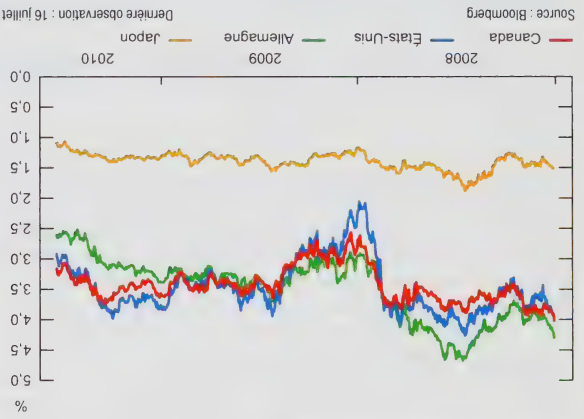


a. Les écarts ont été corrigés pour tenir compte des clauses optionnelles.
Sources : Bank of America Merrill Lynch et Bloomberg

Dernière observation : 16 juillet 2010

Graphique 4 : Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies ont diminué sous l'effet de remaniements de portefeuille et de la réévaluation des perspectives de croissance

Rendement des obligations d'État à 10 ans



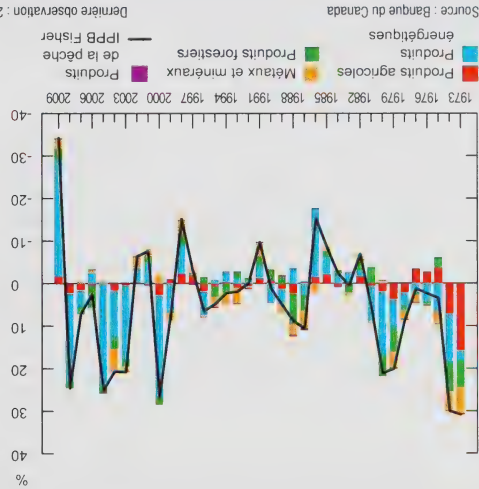
Source : Bloomberg

Dernière observation : 16 juillet 2010

économies (Graphique 4), en raison d'une réévaluation des perspectives de croissance, des attentes selon lesquelles les taux directeurs devraient demeurer extrêmement bas (Graphique 5) et de la part accrue des actifs plus liquides et moins risqués dans la composition des portefeuilles. Même si l'accès aux marchés de capitaux s'est amélioré après les perturbations connues au début de mai, lorsque les inquiétudes au sujet du risque souverain étaient les plus vives, l'émission de titres de sociétés en Europe et aux États-Unis reste inférieure aux niveaux observés plus tôt cette année.

Le nouvel indice des prix des produits de base de la Banque du Canada : l'IPPB Fisher

Graphique 2-B : Depuis 2000, les prix de l'énergie jouent un rôle prépondérant dans l'évolution de l'IPPB
Contribution à la croissance, données annuelles



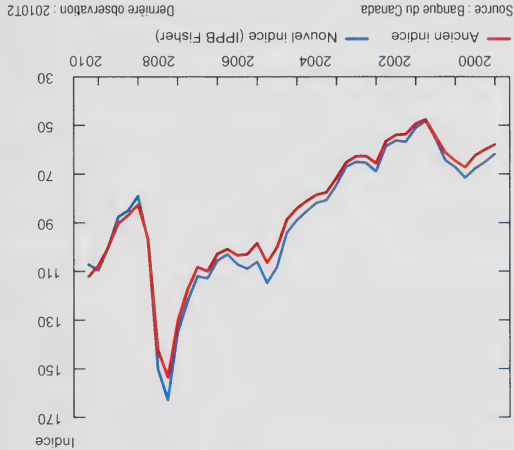
Source : Banque du Canada
Dernière observation : 2009

De fait, la similitude d'évolution entre des indices à pondération différente est d'autant plus grande que la corrélation entre les prix des produits de base est élevée. Troisièrement, par une pure coïncidence, les changements successifs de pondération des matières premières et les variations des prix de l'énergie se compensent sur la période examinée et font que la moyenne des facteurs de pondération de l'indice de

L'incertitude plus grande a intensifié la volatilité, fait reculer les cours des actions et creusé les écarts de crédit.

plus larges qu'au moment de la parution du *Rapport* d'avril et, globalement, les conditions financières se sont durcies et sont plus volatiles. La crise de l'endettement en Europe a fait croître l'incertitude et suscité des craintes d'effets possibles de propagation du système financier à l'économie réelle. L'incertitude plus grande au sein des marchés financiers mondiaux a intensifié la volatilité, fait reculer les cours des actions et creusé les écarts de crédit pour un large éventail d'actifs du secteur privé, comme les obligations des sociétés, bien que ces écarts soient nettement inférieurs à ceux qui ont été observés à l'automne 2008 et au premier semestre de 2009 (**Graphique 3**). L'effet du creusement des écarts sur les coûts d'emprunt des sociétés a donc été jusqu'à présent contrebalancé en bonne partie par la baisse des rendements des obligations d'État dans les grandes

Graphique 2-C : Les deux indices connaissent une évolution similaire, car l'incidence des changements de pondération est faible par rapport à d'autres facteurs, telle la volatilité des prix
Base 100 = 2009T4, données mensuelles



Source : Banque du Canada
Dernière observation : 2010T2

Le nouvel indice des prix des produits de base de la Banque du Canada : l'IPPB Fisher

Note technique 2

L'évolution des prix des matières premières revêt une grande importance pour la tenue de l'économie canadienne et la conduite de la politique monétaire. Il est donc primordial de mesurer précisément les variations des prix d'un large éventail de produits de base pour pouvoir interpréter leur incidence sur la valeur du dollar canadien, les termes de l'échange et l'état de l'économie canadienne. Depuis sa création, en 1975, l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada est fondé sur des pondérations fixes, qui ont été rajustées environ une fois tous les dix ans, soit en 1988, en 1994 et en 2003.

Afin de disposer d'un indice plus précis, représentatif et flexible, la Banque du Canada a récemment remplacé l'IPPB par un indice en chaîne de Fisher¹. Ce nouvel indice, appelé IPPB Fisher, a ceci d'avantageux que ses facteurs de pondération pourront être mis à jour chaque année, en vue de réduire les biais provenant des fluctuations de la valeur de production des matières premières qui sont causées par l'évolution des prix (Graphique 2-A)². Autre avantage de la méthodologie de Fisher, des produits de base peu vent être ajoutés à l'indice ou en être retirés au fil du temps³. De plus, comme cet indice s'accorde avec le système de comptabilité nationale du Canada, il est relativement aisé d'établir une mesure du volume de production des produits de base canadiens.

La catégorie de matières premières la plus importante pour expliquer l'évolution de l'IPPB Fisher au cours de la période 1973-2009 est celle des produits énergétiques (Graphique 2-B). Les prix de l'énergie sont en effet sujets à de grandes fluctuations qui ont une influence prépondérante sur la dynamique globale de l'indice. Cela se vérifie particulièrement pour les années écoulées depuis 2000, durant lesquelles la progression de l'indice global des prix a tenu essentiellement à l'évolution des prix de l'énergie. À titre d'exemple, la hausse de l'IPPB Fisher en 2008 s'explique à environ 85 % par l'augmentation de 20,8 %

1 Voir L. Kolet et R. Macdonald, *The Fisher BCP: The Bank of Canada's New Commodity Price Index*, document d'analyse n° 2010-6, Banque du Canada.

2 Les pondérations du nouvel indice ont été établies à partir des données entrées-sortes, qui s'arrêtent pour l'instant en 2006. Par conséquent, elles ont été maintenues telles quelles de 2006 à 2010.

3 L'IPPB Fisher intègre cinq composantes ou catégories nouvelles : plomb, fer, pommes de terre, poissons de mer et mollusques et crustacés.

Bien que la composition de l'IPPB Fisher diffère selon les années considérées, celui-ci suit d'assez près l'évolution de l'ancien indice (Graphique 2-C). Il y a trois grandes raisons à cela. Premièrement, l'effet sur l'indice des fluctuations des prix des produits de base volatils domine celui des changements de composition de l'indice au fil du temps, puisque ce dernier effet de l'indice des prix des produits de base, étant donné que les cycles de la demande sont souvent synchronisés.

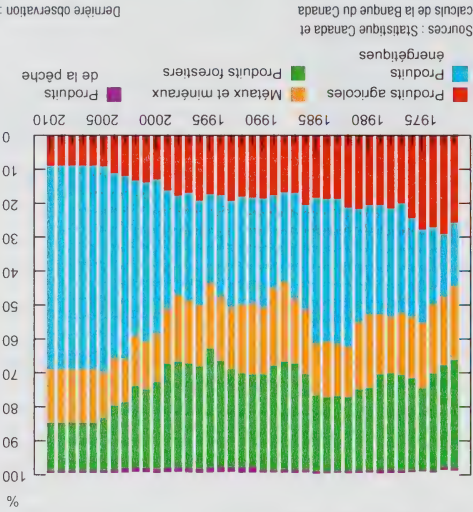
Deuxièmement, les variations des prix sont fortement corrélées entre les produits de base, ce qui donne que les cycles de la demande sont souvent synchronisés.

Bien que la composition de l'IPPB Fisher diffère selon les années considérées, celui-ci suit d'assez près l'évolution de l'ancien indice (Graphique 2-C). Il y a trois grandes raisons à cela. Premièrement, l'effet sur l'indice des fluctuations des prix des produits de base volatils domine celui des changements de composition de l'indice au fil du temps, puisque ce dernier effet de l'indice des prix des produits de base, étant donné que les cycles de la demande sont souvent synchronisés.

(suite à la page suivante)

Graphique 2-A : Les pondérations de l'IPPB Fisher sont rajustées chaque année pour tenir compte de l'évolution de la production de matières premières au Canada

Part des principales catégories de matières premières dans la production nominale, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2006

Malgré les signes de la poursuite de la reprise économique à l'échelle interna-
tionale, de nouvelles tensions sont apparues sur les marchés financiers
découlant des inquiétudes grandissantes au sujet du risque souverain dans
quelques pays d'Europe et de l'exposition connexe des banques. Ces ten-
sions financières font ressortir les vulnérabilités qui perdurent au sein du
système financier mondial.

Au moment de la publication du *Rapport* d'avril, l'incidence des préoccupa-
tions entourant le risque souverain avait été largement confinée à une aug-
mentation des rendements des obligations d'État de certains pays européens
jourde ment endettés, particulièrement la Grèce. À la fin d'avril, l'un des princi-
paux risques cernés dans le *Rapport* se concrétisait. Les inquiétudes concer-
nant la contagion et les effets de propagation se sont exacerbées, ce qui a
donné lieu à une détérioration généralisée des conditions dans l'ensemble des
marchés financiers. Les annonces de mesures de stabilisation par les autorités
européennes et le Fonds monétaire international ont contribué à améliorer les
conditions des marchés depuis, mais les écarts relatifs aux obligations sou-
veraines des pays les plus touchés de la zone euro demeurent nettement

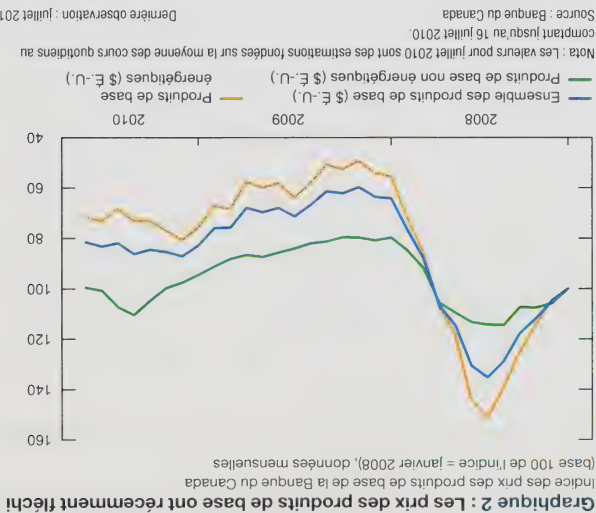
*De nouvelles tensions sont apparues
sur les marchés financiers découlant
des inquiétudes grandissantes au sujet
du risque souverain dans quelques
pays d'Europe.*

L'évolution des marchés financiers mondiaux

durcissant les conditions du crédit au moyen de diverses mesures, et on
observe l'amorce d'un ralentissement de la progression du crédit et des prix
des actifs.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a reculé de
quelque 4 % depuis la parution du *Rapport* d'avril en raison de la baisse des
prix du pétrole et des produits de base non énergétiques, laquelle a été com-
pensée en partie par une augmentation des cours du gaz naturel (**Graphique 2**
et **Note technique 2**). La diminution des cours des produits de base peut être
attribuée dans une large mesure à une désaffection générale à l'égard des
actifs plus risqués durant cette période et à un ralentissement attendu de la
reprise économique mondiale imputable à la crise de la dette souveraine en
Europe et au resserrement des politiques en Chine.

*L'indice des prix des produits de base
de la Banque a reculé de quelque 4 %
depuis avril.*



L'évolution récente

Le moteur de la croissance dans le monde en 2011 et 2012, à mesure que l'emploi et les revenus des ménages se redresseront.

La croissance a été plus vigoureuse que prévu dans bien des régions du globe au premier trimestre de 2010, grâce surtout aux mesures temporaires d'incitation prises par les gouvernements.

La croissance a été plus vigoureuse que prévu dans bien des régions du monde, en particulier en Europe. Les autorités ont commencé à porter leurs efforts sur la hausse des salaires et l'intensification des pressions sur les prix dans certains secteurs. Les autorités ont réagi en

La croissance a été plus vigoureuse que prévu dans bien des régions du monde, en particulier en Europe. Les autorités ont commencé à porter leurs efforts sur la hausse des salaires et l'intensification des pressions sur les prix dans certains secteurs. Les autorités ont réagi en

Le PIB américain a cru à un taux annuelisé de 2,7 % en termes réels au premier trimestre et on estime sa progression au deuxième trimestre à 2,4 %, ce qui, dans les deux cas, est un peu inférieur aux prévisions présentées dans le *Rapport* d'avril. Au cours de cette période, la croissance a été favorisée par les mesures de relance budgétaire et monétaire ainsi que par l'inversion du cycle des stocks au lendemain de la récession. Les données récentes sur la consommation et l'investissement résidentiel indiquent toutefois que la croissance sera sans doute plus modeste qu'on ne l'avait prévu auparavant, étant donné la faible hausse de l'emploi enregistrée au deuxième trimestre (abstraction faite des emplois temporaires liés au recensement). Ainsi, le redressement de la demande intérieure privée aux États-Unis sera probablement plus graduel qu'anticipé précédemment.

L'activité économique s'est quelque peu raffermie dans la zone euro au premier trimestre, à la faveur d'une progression soutenue des dépenses publiques et des exportations ainsi que d'un apport important des stocks. La demande intérieure finale privée demeure faible cependant. Plus récemment, les nouvelles données liées à la production industrielle ont généralement été plus favorables que prévu, donnant à penser que la croissance s'est renforcée au deuxième trimestre, en partie grâce à la reprise de l'activité après les perturbations provoquées par le mauvais temps au premier trimestre et à la montée des exportations. La relance est plus vigoureuse dans les pays du cœur de l'Europe, surtout l'Allemagne, peu d'indices laissant entrevoir jusqu'à maintenant des effets de propagation de la faiblesse observée dans les économies vulnérables.

Au Japon, la croissance du PIB réel au premier trimestre, qui s'est située à 5,0 %, a continué à se redresser fortement, sous l'effet des importants stimulants budgétaires et d'un vif essor des exportations. Cette progression devrait s'être modérée au deuxième trimestre, avec la réduction des programmes de relance gouvernementaux. Bien que les exportations nettes continuent toujours de façon notable à la croissance, certains indicateurs portent à croire que la reprise économique au Japon se généralise lentement.

Au premier trimestre de 2010, l'économie chinoise a affiché un taux d'expansion, supérieur aux pronostics, de 11,9 % (en glissement annuel) grâce à la vigueur de la demande intérieure et extérieure. La croissance a décéléré à 10,3 % au deuxième trimestre, toutefois, à mesure que les effets des stimulants budgétaires ont commencé à s'estomper et que les actions menées par les autorités chinoises pour ralentir l'activité dans le marché du logement ont commencé à porter leurs fruits. Il semble que l'économie affiche une demande excédentaire, à en juger par la hausse des salaires et l'intensification des pressions sur les prix dans certains secteurs. Les autorités ont réagi en

La crise de la dette souveraine en Europe et ses conséquences pour les économies mondiale et canadienne

Note technique 1

limitées jusqu'ici, mais les conditions financières pourraient se durcir sensiblement, surtout en Europe, si les inquiétudes entourant le risque de contrepartie persistent, et d'autant plus si celles-ci augmentent. Par ailleurs, il se peut que l'incertitude entourant les perspectives entame la confiance des entreprises et des ménages et freine leurs dépenses. Ces effets ont été modestes jusqu'à présent, mais ils pourraient s'amplifier. Des remaniements de portefeuille en faveur de valeurs refuges pourraient stimuler la demande d'actifs libellés en dollars américains, ce qui exercerait des pressions à la baisse sur le dollar canadien. Une dépréciation de ce dernier aiderait par contre à atténuer les incidences de cette crise de la dette en Europe sur la demande globale au Canada.

Une évaluation de l'incidence de la crise de la dette en Europe sur le scénario de référence de la Banque est présentée au **Tableau 1-A**.

Tableau 1-A : Incidence de la crise de la dette souveraine européenne

Varation en pourcentage par rapport aux niveaux projetés en avril 2010

	2010	2011	2012
PIB réel de la zone euro	-0,2	-0,6	-0,8
PIB réel des États-Unis	-0,1	-0,4	-0,3
Prix des produits de base non énergétiques / Prix du pétrole	-0,2/-0,6	-0,8/-2,4	-0,9/-2,8
PIB réel du Canada	-0,1	-0,3	-0,2

Source : calculs de la Banque du Canada

Il est à noter que le risque à la baisse associé à une crise plus profonde reste présent et que, s'il se réaligne, les conséquences pourraient être lourdes. D'abord, des perturbations majeures des marchés du financement bancaire pourraient faire augmenter les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages. Ensuite, les répercussions négatives sur les exportations canadiennes pourraient être substantielles.

Comme la zone euro représente plus de 20 % de la dette souveraine en Europe à des repcussions à l'échelle du globe. La crise a éclaté au début de mai, sur fond d'inquiétudes croissantes des marchés financiers quant à la viabilité des finances publiques de plusieurs pays vulnérables de la zone euro, en particulier la Grèce. Cette dette étant détenue en grande partie par les banques de l'ensemble de la zone, certains ont exprimé des doutes au sujet de la résilience de quelques-unes de ces banques. Ces préoccupations et les tensions sur les marchés financiers qu'elles ont engendrées ont accru l'incertitude concernant la solidité de la reprise de l'activité mondiale. Plusieurs mesures ont été prises par l'Union européenne, la Banque centrale européenne et le Fonds monétaire international pour juguler la crise, et de nombreux pays européens ont accélééré la mise en œuvre de leurs plans d'assainissement des finances publiques.

Il est à prévoir que la crise de la dette souveraine en Europe aura des retombées sur les économies mondiale et canadienne par le fait des liens commerciaux et financiers existants. L'accélération des efforts d'assainissement budgétaire et le durcissement des conditions du crédit dans la zone euro entraîneront une diminution de la demande dans cette région et, du même coup, de la demande européenne de biens et de services importés. La récente dépréciation de l'euro, si elle se maintient, accentuera le repli de la demande européenne d'importations. Puisque les exportations vers les pays de la zone euro ne constituent qu'une faible proportion des exportations totales du Canada, l'incidence de ce recul de la demande devrait demeurer relativement modeste. Cependant, le Canada subit aussi indirectement les effets de la crise européenne par le biais de la réduction de la demande américaine d'exportations canadiennes et du fléchissement de la demande de produits de base, ce qui pèse sur ses termes de l'échange et sur sa monnaie.

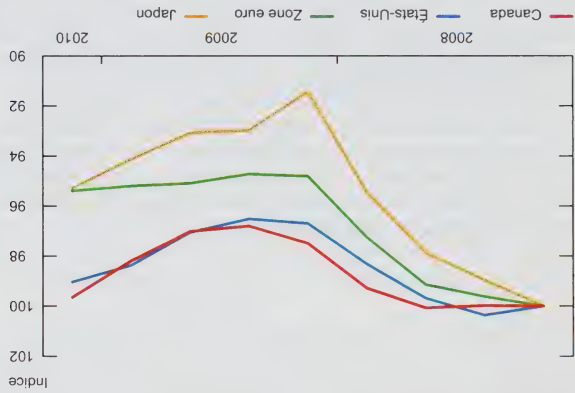
La crise de la dette a également provoqué une intensification des tensions sur le marché interbancaire, une élévation des primes de risque ainsi qu'une baisse de la valeur des actifs. Les retombées de la crise sur les marchés financiers ont été relativement

La reprise économique se poursuit à l'échelle du globe mais n'est pas encore autosuffisante. L'importance plus grande accordée à l'assainissement des bilans devrait modérer le rythme de la croissance mondiale par rapport à celui projeté en avril.

Dans les pays avancés, le relais des mesures publiques de relance à la demande privée est amorcé mais n'est pas encore terminé.

Dans la plupart des économies avancées, la politique monétaire devrait demeurer expansionniste pendant quelque temps, mais on s'attend à ce que l'effet des stimulants budgétaires passe de neutre à négatif au cours de la prochaine année. Même si les mesures adoptées en réaction à la crise de la dette souveraine en Europe ont réduit le risque de conséquences négatives et accru les perspectives d'une croissance durable à long terme, elles devraient modérer la reprise mondiale au cours de la période de projection (Note technique 1). On prévoit que la demande privée deviendra le principal

Graphique 1 : Les grandes économies sont en train de se redresser



PIB réel, base 100 de l'indice = 2008:1, données trimestrielles

Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des Etats-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

Dernière observation : 2010:1

1 Ces mesures englobent un assainissement important des finances publiques dans plusieurs pays, dont la Grèce, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, l'Italie, l'Espagne et le Portugal; la création du Fonds européen de stabilité financière par l'Union européenne; le lancement par la BCE d'achats ciblés d'obligations souveraines et la conduite par les autorités européennes de simulations de crise dans les systèmes bancaires.

accompagne la restauration de la viabilité des finances publiques dans les pays avancés pourrait contrebalancer plus que prévu les effets de l'assainissement budgétaire. Pour ce qui est des risques à la baisse, il est possible que la demande privée dans le monde, y compris aux États-Unis, ne suffise pas à soutenir la reprise.

Au Canada, d'importants risques pèsent sur les perspectives concernant la demande privée, tant à la hausse qu'à la baisse. Dans le premier cas, une confiance solide et des conditions de financement favorables pourraient imprimer à la demande privée un élan plus vif qu'escamoté. Inversement, les ménages pourraient restreindre leurs dépenses de manière plus marquée que prévu actuellement et il existe un risque que le redressement de l'investissement des entreprises soit retardé davantage.

Depuis avril 2010, à la faveur de l'amélioration des conditions économiques, la Banque a cessé la conduite extraordinaire de la politique monétaire. Le 20 avril 2010, elle a mis fin à son engagement conditionnel, qui avait fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne.

Le 1^{er} juin 2010, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour le porter à 1/2 %. Dans la foulée de cette décision relative au taux directeur, elle a rétabli son cadre normal de mise en œuvre de la politique monétaire, faisant de nouveau correspondre le taux cible du financement à un jour au point médian de la fourchette opérationnelle, dont l'amplitude est repassée à 50 points de base. Le 20 juillet 2010, la Banque a augmenté le taux cible du financement à un jour d'un autre quart de point de pourcentage pour l'établir à 3/4 %.

Ces décisions laissent en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %, compte tenu de l'offre excédentaire importante au Canada, de la vigueur de la dépense intérieure et de la reprise mondiale inégale. Étant donné l'incertitude notable pesant sur les perspectives, toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale.

La reprise économique se poursuit à l'échelle du globe mais n'est pas encore autosuffisante. L'importance plus grande accordée à l'assainissement des bilans des ménages, des banques et des gouvernements dans certaines économies avancées devrait modérer le rythme de la croissance mondiale par rapport à celui que la Banque prévoyait en avril. Même si les mesures adoptées en réaction à la crise de la dette souveraine en Europe ont réduit le risque de conséquences négatives et accru les perspectives d'une croissance durable à long terme, elles devraient ralentir la reprise mondiale au cours de la période de projection. Aux États-Unis, la demande privée remonte mais demeure inégale.

L'activité économique au Canada évolue essentiellement comme prévu et est alimentée par les dépenses publiques et les dépenses de consommation. L'activité dans le secteur du logement recule de façon notable par rapport aux niveaux élevés qu'elle avait atteints, ce qui est conforme à l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance ont incité les ménages à devancer leurs dépenses à la fin de 2009 et au début de 2010. La croissance de l'emploi a repris mais les investissements des entreprises semblent être freinés par les incertitudes qui planent à l'échelle internationale et ne se sont pas encore relâchés de la contraction marquée qu'ils ont subie pendant la récession.

La Banque s'attend à ce que la reprise soit plus graduelle au Canada qu'elle ne l'avait prévu en avril et à ce que le rythme d'expansion de l'économie s'établisse à 3,5 % en 2010, à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012. Cette révision découle d'une légère détérioration des perspectives concernant la croissance économique mondiale et d'une progression plus modeste de la consommation au pays. Selon la Banque, les investissements des entreprises et les exportations nettes apporteront une contribution relativement plus importante à la croissance.

L'évolution de l'inflation a été en gros conforme aux projections de la Banque publiées en avril. Même si celle-ci estime maintenant que l'économie retournera à son plein potentiel à la fin de 2011, soit deux trimestres plus tard que prévu en avril, la dynamique fondamentale de l'inflation n'a guère changé. Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer près de 2 % tout au long de la période de projection. La Banque fera abstraction des effets transitoires sur l'inflation des modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces. Cette projection demeure entachée de risques considérables, que la Banque juge relativement équilibrés au cours de la période de projection. À l'échelle du globe, du côté des risques à la hausse, la poussée de confiance qui

Table des matières

1	Vue d'ensemble	
3	L'économie mondiale	
5	L'évolution récente	
6	L'évolution des marchés financiers mondiaux	
10	Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	
17	L'économie canadienne	
17	L'évolution récente	
17	L'activité économique	
19	L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	
20	L'inflation et la cible de 2 %	
22	Les conditions financières au Canada	
24	Le taux de change	
24	Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	
24	L'offre et la demande globales	
27	La projection en matière d'inflation	
31	Les risques entourant les perspectives	
4	La crise de la dette souveraine en Europe et ses conséquences pour les économies mondiale et canadienne	
7	Le nouvel indice des prix des produits de base de la Banque du Canada : l'IPPB Fisher	
13	Le comportement de la consommation et de l'épargne aux États-Unis et au Canada	

Notes techniques

Ce n'est pas le moment de nous reposer sur nos lauriers. L'audace sera de mise dans les sphères publique et privée, au pays comme à l'étranger, pour que la reprise soit solide. Cela implique une action du G20 pour réformer le système financier international et assurer un redressement économique viable. Cela signifie aussi que nos entreprises doivent investir pour accroître la productivité et conquérir de nouveaux marchés. Cela implique enfin que les Canadiens doivent participer sans réserve à la nouvelle économie mondiale multipolaire. Ce sont toutes des décisions importantes, dont la promptitude et l'efficacité influenceront sur l'activité économique et sur l'inflation au Canada et, par conséquent, sur l'orientation de la politique monétaire. La Banque devra se montrer agile.

— Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
16 juin 2010

Charlottetown (Île-du-Prince-Édouard)



BANK OF CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRANT 75 ANS

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2010

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, TIFF MACKLEM, PIERRE DUGUAY, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE ET JEAN BOIVIN.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2010



Monetary Policy Report Summary

July 2010

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on information received up to the fixed announcement date on 20 July 2010.

The global economic recovery is proceeding but is not yet self-sustaining. Greater emphasis on balance sheet repair by households, banks, and governments in a number of advanced economies is expected to temper the pace of global growth relative to the Bank's outlook in April. While the policy response to the European sovereign debt crisis has reduced the risk of an adverse outcome and increased the prospect of sustainable long-term growth, it is expected to slow the global recovery over the projection horizon. In the United States, private demand is picking up but remains uneven.

Economic activity in Canada is unfolding largely as expected, led by government and consumer spending. Housing activity is declining markedly from high levels, consistent with the Bank's view that policy stimulus resulted in household expenditures being brought forward into late 2009 and early 2010. While employment growth has resumed, business investment appears to be held back by global uncertainties and has yet to recover from its sharp contraction during the recession.

The Bank expects the economic recovery in Canada to be more gradual than it had projected in April, with growth of 3.5 per cent in 2010, 2.9 per cent in 2011, and 2.2 per cent in 2012. This revision reflects a slightly weaker profile for global economic growth and more modest consumption growth in Canada. The Bank anticipates that business investment and net exports will make a relatively larger contribution to growth.

Inflation in Canada has been broadly in line with the Bank's April projection. While the Bank now expects the economy to return to full capacity at the end of

Highlights

- The global economic recovery is proceeding but is not yet self-sustaining.
- The economic recovery in Canada is expected to be more gradual, with growth of 3.5 per cent in 2010, 2.9 per cent in 2011, and 2.2 per cent in 2012.
- The Canadian economy is expected to return to full capacity at the end of 2011, and inflation is expected to remain near 2 per cent throughout the projection period.
- On 20 July 2010, the Bank raised its target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point to 3/4 per cent.
- The Bank judges that the risks to the inflation outlook remain elevated and are roughly balanced over the projection horizon.

2011, two quarters later than had been anticipated in April, the underlying dynamics for inflation are little changed. Both total CPI and core inflation are expected to remain near 2 per cent throughout the projection period. The Bank will look through the transitory effects on inflation of changes to provincial indirect taxes.

The risks around this projection remain elevated and are judged to be roughly balanced over the projection horizon. Globally, on the upside, the boost in confidence as advanced countries restore fiscal sustainability could generate greater-than-expected offsets to the fiscal consolidation. On the downside, global private demand around the world, including in the United States, may be insufficient to sustain the recovery.

In Canada, there are important two-sided risks to the outlook for private demand. On the upside, private demand might have greater momentum than expected, reflecting strong confidence and easy credit conditions. On the downside, it is possible that households reduce expenditures more than currently anticipated or that the recovery in business investment is further delayed.

Since April 2010, with improvements in the economy, the Bank has ended its extraordinary conduct of monetary policy. On 20 April 2010, the Bank removed its conditional commitment, which had provided considerable additional stimulus during a period of very weak economic conditions and major downside risks to the global and Canadian economies.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b		
		2010	2011	2012
United States	21	2.9 (3.1)	3.0 (3.5)	3.5 (3.5)
Euro area	15	1.0 (1.2)	1.2 (1.6)	2.3 (2.5)
Japan	6	3.3 (2.1)	1.5 (1.7)	2.5 (2.6)
China	13	10.3 (10.2)	9.2 (9.3)	8.7 (8.7)
Rest of the world	45	5.1 (4.5)	3.8 (4.1)	3.6 (3.9)
World	100	4.6 (4.2)	3.8 (4.0)	4.0 (4.1)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009.

Source: IMF, WEO, April 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the April 2010 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada^a

	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	4.9 (5.0)	6.1 (5.8)	3.0 (3.8)	2.8 (3.5)	3.2 (3.5)	3.0 (3.3)	3.0 (2.8)	2.5 (1.9)	2.4 (1.9)	2.0 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)	1.9 (1.9)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.1 (-1.2)	2.2 (2.0)	3.7 (3.9)	4.2 (4.5)	3.8 (4.2)	3.0 (3.6)	3.0 (3.3)	2.9 (2.9)	2.7 (2.5)	2.5 (2.1)	2.2 (1.9)	2.1 (1.9)	2.0 (1.9)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	1.9 (1.9)	1.8 (1.8)	1.8 (1.8)	1.8 (1.7)	1.7 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.7)	1.4 (1.7)	2.1 (2.4)	2.1 (2.4)	2.2 (2.4)	2.2 (2.3)	1.8 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.7)	1.4 (1.7)	1.7 (2.0)	1.8 (2.1)	1.8 (2.1)	1.8 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	76 (76)	79 (79)	78 (86)	75 (88)	77 (89)	78 (89)	80 (90)	80 (90)	81 (90)	81 (91)	81 (91)	82 (91)	82 (91)

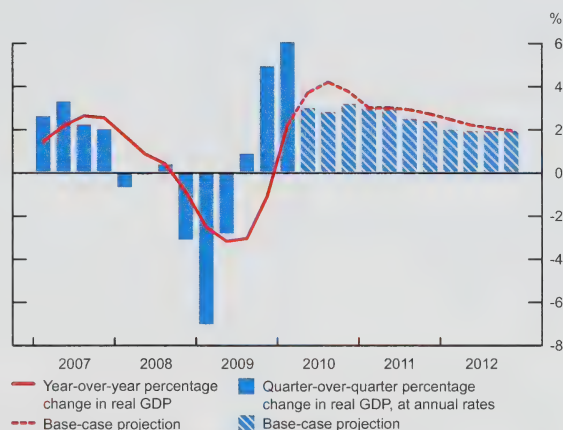
a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 July 2010.

On 1 June 2010, the Bank raised its target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point to 1/2 per cent. As part of that interest rate decision, the Bank re-established its normal operating framework for the implementation of monetary policy, resetting the target for the overnight rate at the midpoint of the operating band and the width of the operating band to 50 basis points. On 20 July 2010, the Bank raised its target for the overnight rate by a further one-quarter of one percentage point to 3/4 per cent.

These decisions leave considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in light of the significant excess supply in Canada, the strength of domestic spending, and the uneven global recovery. Given the considerable uncertainty surrounding the outlook, any further reduction of monetary stimulus would have to be weighed carefully against domestic and global economic developments.

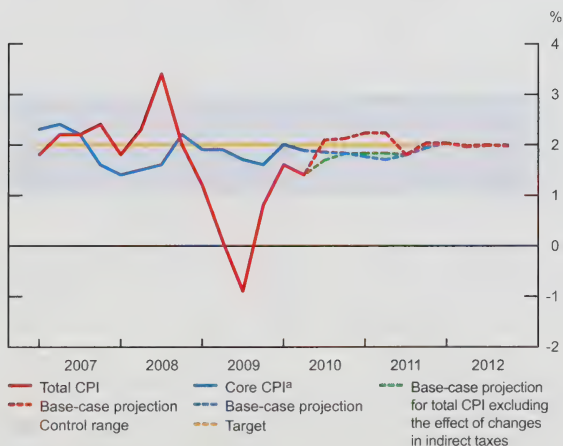
Real GDP growth is expected to moderate to the rate of potential output growth



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Total CPI and core inflation in Canada are projected to remain close to the 2 per cent target over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <<http://www.bankofcanada.ca>>.

Monetary Policy Report (quarterly: January, April, July, and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (quarterly: January, April, July, and October)

Senior Loan Officer Survey (quarterly: January, April, July, and October)*

Speeches and Statements by the Governor

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information Annual Report

A History of the Canadian Dollar James Powell (available at Can\$8 plus GST and PST, where applicable)

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus GST and PST, where applicable. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars, and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Technical Reports dating back to 1982 are available on the Bank's website, as are Working Papers back to 1994. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers. Discussion Papers for 2007–2010 are available on the Bank's website.

* Available only on the Bank's website

conditionnel, qui avait fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne.

Le 1^{er} juin 2010, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour le porter à 1/2 %. Dans la foulée de cette décision relative au taux directeur, elle a rétabli le cadre opérationnel dont elle se sert normalement pour mettre en œuvre la politique monétaire, faisant de nouveau correspondre le taux cible du financement à un jour au point médian de la fourchette opérationnelle, dont l'amplitude est repassée à 50 points

de base. Le 20 juillet 2010, la Banque a augmenté le taux cible du financement à un jour d'un autre quart de point de pourcentage pour l'établir à 3/4 %.

Ces décisions laissent en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %, compte tenu de l'offre excédentaire importante au Canada, de la vigueur de la dépense intérieure et de la reprise mondiale inégale. Étant donné l'incertitude notable pesant sur les perspectives, toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Rapport sur la politique monétaire. Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier. Parait en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada. Parait chaque trimestre. (Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises. Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit*. Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*. Parait chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*. Parait tous les vendredis.

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation — Note d'information

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique James Powell

Offert au prix de 8 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

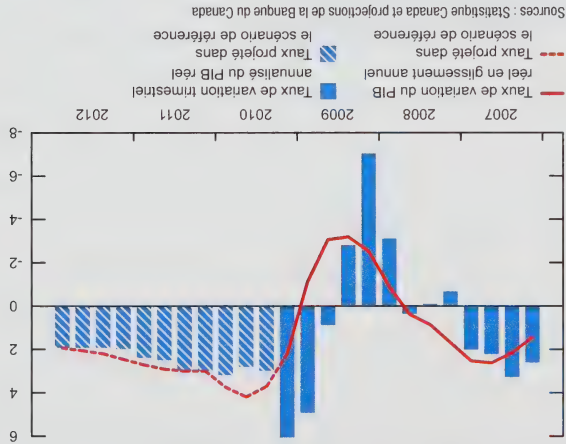
de l'assainissement budgétaire. Pour ce qui est des risques à la baisse, il est possible que la demande privée dans le monde, y compris aux États-Unis, ne suffise pas à soutenir la reprise.

Au Canada, d'importants risques pèsent sur les perspectives concernant la demande privée, tant à la hausse qu'à la baisse. Dans le premier cas, une confiance solide et des conditions de financement favorables pourraient imprimer à la demande privée

un élan plus vif qu'escompté. Inversement, les ménages pourraient restreindre leurs dépenses de manière plus marquée que prévu actuellement et il existe un risque que le redressement de l'investissement des entreprises soit retardé davantage.

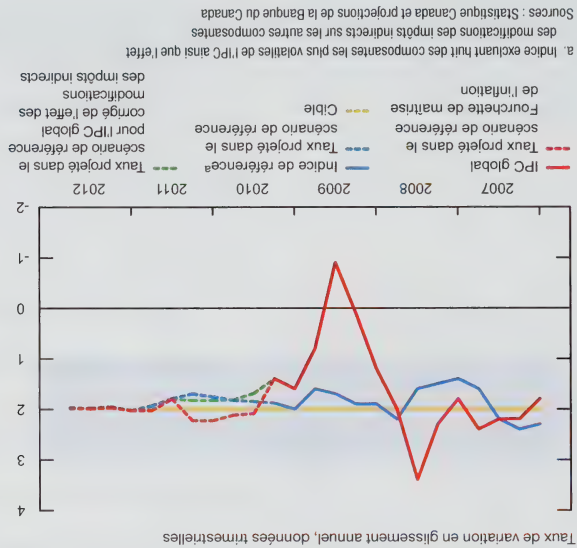
Depuis avril 2010, à la faveur de l'amélioration des conditions économiques, la Banque a cessé la conduite extraordinaire de la politique monétaire. Le 20 avril 2010, elle a mis fin à son engagement

La croissance du PIB réel devrait ralentir pour s'établir au taux d'augmentation de la production potentielle



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient continuer d'avoisiner la cible de 2 % au cours de la période de projection



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impositions indirectes

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du Rapport sur la politique monétaire.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 juillet 2010.

		Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence ^a												
WTI ^b (niveau) glissement annuel (taux de variation en impôts indirects modifications d'autres de la TVA et des IPC global hors effet glissement annuel) IPC global (taux de variation en glissement annuel) Indice de référence (taux de variation en glissement annuel) PIB réel (taux de variation en trimestriel annualisé)	2009	2010				2011				2012				
		4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
PIB réel	4,9	6,1	3,0	2,8	3,2	3,0	3,0	2,5	2,4	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
(taux de variation en trimestriel annualisé)	(5,0)	(5,8)	(3,8)	(3,5)	(3,5)	(3,3)	(2,8)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)
PIB réel	-1,1	2,2	3,7	4,2	3,8	3,0	3,0	2,9	2,7	2,5	2,2	2,1	2,0	2,0
(taux de variation en glissement annuel)	(-1,2)	(2,0)	(3,9)	(4,5)	(4,2)	(3,6)	(3,3)	(2,9)	(2,5)	(2,1)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)
Indice de référence	1,6	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
(taux de variation en glissement annuel)	(1,6)	(2,0)	(1,9)	(1,8)	(1,8)	(1,7)	(1,7)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
IPC global	0,8	1,6	1,4	2,1	2,1	2,2	2,2	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
(taux de variation en glissement annuel)	(0,8)	(1,7)	(1,7)	(2,4)	(2,4)	(2,3)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
glissement annuel	0,8	1,6	1,4	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
(taux de variation en impôts indirects modifications d'autres de la TVA et des IPC global hors effet	(0,8)	(1,7)	(1,7)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
WTI ^b	(76)	(79)	(78)	(86)	(88)	(89)	(89)	(89)	(80)	(81)	(81)	(81)	(82)	(82)

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)	2010	2011	2012
		4,6 (4,2)	3,8 (4,0)	4,0 (4,1)
Etats-Unis	21	2,9 (3,1)	3,0 (3,5)	3,5 (3,5)
	15	1,0 (1,2)	1,2 (1,6)	2,3 (2,5)
	6	3,3 (2,1)	1,5 (1,7)	2,5 (2,6)
	13	10,3 (10,2)	9,2 (9,3)	8,7 (8,7)
	45	5,1 (4,5)	3,8 (4,1)	3,6 (3,9)
	Ensemble du monde	100	4,6 (4,2)	3,8 (4,0)

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

L'évolution de l'inflation a été en gros conforme aux projections de la Banque publiées en avril. Même si celle-ci estime maintenant que l'économie retournera à son plein potentiel à la fin de 2011, soit deux trimestres plus tard que prévu en avril, la dynamique fondamentale de l'inflation n'a guère changé. Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer près de 2 % tout au long de la période de projection. La Banque fera abstraction des effets transitoires sur l'inflation des modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces. Cette projection demeure entachée de risques considérables, que la Banque juge relativement équilibrés au cours de la période de projection. À l'échelle du globe, du côté des risques à la hausse, la poussée de confiance qui accompagne la restauration de la viabilité des finances publiques dans les pays avancés pourrait contrebalancer plus que prévu les effets

croissance économique mondiale et d'une progression plus modeste de la consommation au pays. Selon la Banque, les investissements des entreprises et les exportations nettes apporteront une contribution relativement plus importante à la croissance. L'évolution de l'inflation a été en gros conforme aux projections de la Banque publiées en avril. Même si celle-ci estime maintenant que l'économie retournera à son plein potentiel à la fin de 2011, soit deux trimestres plus tard que prévu en avril, la dynamique fondamentale de l'inflation n'a guère changé. Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer près de 2 % tout au long de la période de projection. La Banque fera abstraction des effets transitoires sur l'inflation des modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces. Cette projection demeure entachée de risques considérables, que la Banque juge relativement équilibrés au cours de la période de projection. À l'échelle du globe, du côté des risques à la hausse, la poussée de confiance qui accompagne la restauration de la viabilité des finances publiques dans les pays avancés pourrait contrebalancer plus que prévu les effets

Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA
CÉLÉBRONS 75 ANS
CELEBRATING 75 YEARS



Juillet 2010

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 20 juillet 2010.

La reprise économique se poursuit à l'échelle du globe mais n'est pas encore autosuffisante. L'importance plus grande accordée à l'assainissement des bilans des ménages, des banques et des gouvernements dans certaines économies avancées devrait modérer le rythme de la croissance mondiale par rapport à celui que la Banque prévoyait en avril. Même si les mesures adoptées en réaction à la crise de la dette souveraine en Europe ont réduit le risque de conséquences négatives et accru les perspectives d'une croissance durable à long terme, elles devraient ralentir la reprise mondiale au cours de la période de projection. Aux États-Unis, la demande privée remonte mais demeure négative.

L'activité économique au Canada évolue essentiellement comme prévu et est alimentée par les dépenses publiques et les dépenses de consommation. L'activité dans le secteur du logement recule de façon notable par rapport aux niveaux élevés qu'elle avait atteints, ce qui est conforme à l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance ont incité les ménages à avancer leurs dépenses à la fin de 2009 et au début de 2010. La croissance de l'emploi a repris mais les investissements des entreprises semblent être freinés par les incertitudes qui planent à l'échelle internationale et ne se sont pas encore relèves de la contraction marquée qu'ils ont subie pendant la récession. La Banque s'attend à ce que la reprise soit plus graduelle au Canada qu'elle ne l'avait prévu en avril et à ce que le rythme d'expansion de l'économie s'établisse à 3,5 % en 2010, à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012. Cette révision découle d'une légère détérioration des perspectives concernant la

Faits saillants

- La reprise économique se poursuit à l'échelle du globe mais n'est pas encore autosuffisante.
- On s'attend à ce que la reprise soit plus graduelle au Canada et que le rythme d'expansion de l'économie s'établisse à 3,5 % en 2010, à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012.
- L'économie canadienne devrait retourner à son plein potentiel à la fin de 2011 et l'inflation demeurer près de 2 % tout au long de la période de projection.
- Le 20 juillet 2010, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour le porter à 3/4 %.
- La Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation demeurent élevés et sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

! CELEBRATING 75 YEARS
! CÉLÉBRONS 75 ANS

Government
Publications

CA1
FN 73
- M56

Monetary Policy Report

October 2010



The global recovery is entering a new phase.
The easy bit is now over.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
30 September 2010
Windsor, Ontario*

Contents

1	Overview
3	The Global Economy
4	Recent Developments
8	Developments in Global Financial Markets
10	Outlook for the Global Economy
13	The Canadian Economy
13	Recent Developments
13	Economic Activity
15	Potential Output Growth
15	Estimated Pressures on Capacity
15	Inflation and the 2 Per Cent Target
19	Canadian Financial Conditions
20	Exchange Rate
21	Outlook for the Canadian Economy
21	Aggregate Demand and Supply
25	The Projection for Inflation
27	Risks to the Outlook

Technical Boxes

6	Labour Market Dynamics in Canada and the United States
16	Revisions to Potential Output Growth
24	Investment and the Recovery

Overview

The global economic recovery is entering a new phase. In advanced economies, temporary factors supporting growth in 2010—such as the inventory cycle and pent-up demand—have largely run their course and fiscal stimulus will shift to fiscal consolidation over the projection horizon. While the Bank expects that private demand in advanced economies will become sufficiently entrenched to sustain the recovery, the combination of difficult labour market dynamics and ongoing deleveraging in many advanced economies is expected to moderate the pace of growth relative to prior expectations. These factors will contribute to a weaker-than-projected recovery in the United States in particular. Growth in emerging-market economies is expected to ease to a more sustainable pace as fiscal and monetary policies are tightened. Heightened tensions in currency markets and related risks associated with global imbalances could result in a more protracted and difficult global recovery.

The economic outlook for Canada has changed. The Bank expects the economic recovery to be more gradual than it had projected in its July *Monetary Policy Report*, with growth of 3.0 per cent in 2010, 2.3 per cent in 2011, and 2.6 per cent in 2012. This more modest growth profile reflects a more gradual global recovery and a more subdued profile for household spending. With housing activity declining markedly as anticipated and household debt considerations becoming more important, the Bank expects household expenditures to decelerate to a pace closer to the rate of income growth over the projection horizon. Overall, the composition of demand in Canada is expected to shift away from government and household expenditures towards business investment and net exports. The strength of net exports will be sensitive to currency movements, the expected recovery in productivity growth, and the prospects for external demand.

Inflation in Canada has been slightly below the Bank's July projection. The recent moderation in core inflation is consistent with the persistence of significant excess supply and a deceleration in the growth of unit labour costs. The Bank judges that the output gap is slightly larger and that the economy will return to full capacity by the end of 2012 rather than the beginning of that year, as had been anticipated in July. The inflation outlook has been revised down and both total CPI and core inflation are now expected to converge to 2 per cent by the end of 2012, as excess supply in the economy is gradually absorbed and inflation expectations remain well anchored.

Important risks remain around this outlook and the Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced. The three main upside risks are higher commodity prices, a stronger-than-anticipated recovery in the U.S.

This report includes data received up to 15 October 2010.

economy, and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector. These upside risks are balanced by three downside risks relating to Canada's international competitiveness, global growth prospects, and the possibility of a more pronounced correction in the Canadian housing market.

On 8 September 2010, the Bank raised its target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point to 1 per cent. On 19 October 2010, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. The Bank Rate is correspondingly 1 1/4 per cent and the deposit rate is 3/4 per cent. This leaves considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in an environment of significant excess supply in Canada.

At this time of transition in the global recovery, with a weaker U.S. outlook, constraints beginning to moderate growth in emerging-market economies, and domestic considerations that are expected to slow consumption and housing activity in Canada, any further reduction in monetary policy stimulus would need to be carefully considered.

The Global Economy

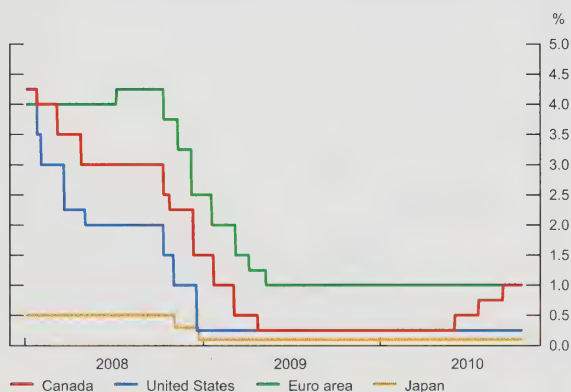
The global recovery is entering a new phase. To date, global economic growth has been supported by massive and timely monetary and fiscal stimulus in advanced economies and sustained momentum in emerging markets. As fiscal stimulus is withdrawn around the world, private demand is projected to become sufficiently entrenched to sustain a modest recovery. However, the overall profile for global economic growth is weaker, reflecting the broad forces of household, bank and sovereign deleveraging. In the United States, households will need to continue to restrain their spending over a prolonged period in order to repair balance sheets and rebuild wealth. In peripheral European countries, the necessary fiscal adjustment has just begun. In this environment, monetary authorities in many advanced economies are likely to keep policy interest rates at historically low levels for an extended period (**Chart 1**) and, in some cases, may introduce additional stimulus measures. Sustaining the global recovery will require a greater rotation of demand, supported by increased flexibility in exchange rates. At present, these adjustments are coming through divergent inflation pressures rather than currency movements, which could result in a more protracted and difficult recovery.

The global recovery is entering a new phase.

The overall profile for global economic growth is weaker, reflecting the broad forces of household, bank and sovereign deleveraging.

Chart 1: Policy rates remain at historic lows in most advanced economies

Daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0–0.1 per cent. Similarly, the Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0–0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 15 October 2010

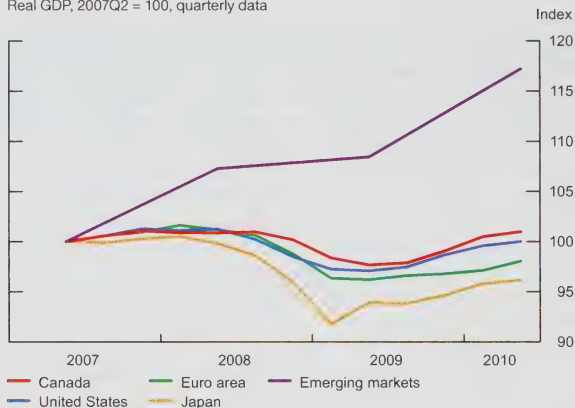
Recent Developments

In the United States and Japan, the pace of the recovery has slowed, even as the momentum in most emerging-market economies remains strong.

Recent developments highlight important geographic divergences in underlying economic growth. In the United States and Japan, the pace of the recovery has slowed, even as the momentum in most emerging-market economies remains strong (**Chart 2**). Growth has been firmer in Europe's core economies, but activity has weakened markedly in the peripheral countries. Underlying inflation pressures in the major advanced economies remain subdued, but are building in emerging-market countries (**Chart 3**).

Chart 2: Emerging-market economies continue to drive global growth

Real GDP, 2007Q2 = 100, quarterly data



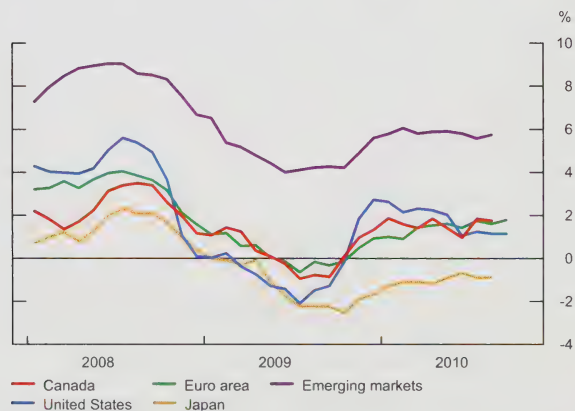
Note: For advanced economies, quarterly data are shown. For emerging-market economies, only data for the second quarter of each year are shown.

Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Japan Statistics Bureau and International Monetary Fund

Last observation: 2010Q2

Chart 3: Inflation pressures remain subdued in the major advanced economies, but are building in many emerging-market countries

Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Japan Statistics Bureau and International Monetary Fund

Last observations: August and September 2010

Real GDP in the United States slowed to an annual growth rate of 1.7 per cent in the second quarter and is estimated to have increased by 2.3 per cent in the third quarter—in both instances, this is weaker than anticipated at the time of the July *Monetary Policy Report*.¹ Recent data suggest that underlying fundamentals for household spending have weakened over the past few months. The recovery in the labour market has been lacklustre, restraining the growth in labour income (**Technical Box 1**). In addition, household balance sheets are under pressure from elevated debt levels and the dramatic collapse in home prices (**Chart 4**), which has left a significant portion of mortgaged homeowners with negative equity. More positively, revised U.S. national accounts data indicate that the personal savings rate rose more rapidly than previously estimated, to a level consistent with a gradual rebuilding of U.S. household wealth towards historical averages.² If savings rates remain near current levels (absent a further shock to confidence), consumption will grow at a rate close to income growth.

The U.S. housing market has shown renewed weakness. Following the expiry of the tax credit for first-time homebuyers, housing sales have decreased markedly (**Chart 5**), suggesting softer underlying demand. High inventories of unsold houses (including foreclosures) are expected to restrain new construction and housing prices.

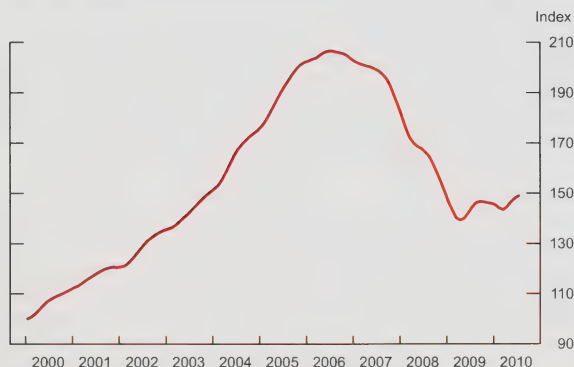
U.S. business investment in structures also remains depressed, reflecting high vacancy rates. In contrast, growth in business investment in equipment and software continues to be strong, as firms strive to replace the capital that depreciated during the recession and to improve productivity.

Taken together, these developments suggest that the pace of the recovery in U.S. private domestic demand will be more gradual than assumed in the July *Report*.

The U.S. housing market has shown renewed weakness.

Chart 4: U.S. housing prices have fallen dramatically from their peak in July 2006 and have yet to recover

S&P/Case-Shiller 20-City Composite Index; January 2000 = 100, monthly data



Source: Standard & Poor's

Last observation: July 2010

¹ The latest annual comprehensive revisions to the U.S. national accounts show that the recession was deeper than originally reported. The peak-to-trough decline in real GDP is now estimated to be 4.1 per cent, compared with the 3.8 per cent reported prior to the revisions. The recovery has also been weaker than initially measured, since only about 60 per cent of the output lost during the recession had been recovered by the first quarter of 2010, compared with 66 per cent in the earlier data.

² The savings rate has averaged 5.4 per cent of disposable income over the past two years, compared with 3.7 per cent in the unrevised data.

Labour Market Dynamics in Canada and the United States

Employment has rebounded much more strongly in Canada than in the United States throughout the recovery. Canada has fully recovered the 400,000 jobs lost during the recession, while the United States has regained only about one-fifth of the jobs lost (**Chart 1-A**).¹ The unemployment rate in the United States has increased substantially since 2007, despite a significant drop in the participation rate, as long-term unemployment remains high (**Chart 1-B**). Canada's elevated unemployment rate reflects a combination of a cyclical rebound in the participation rate and broader growth in the working-age population.

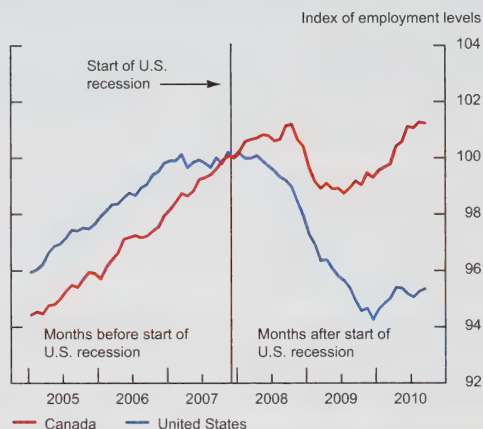
Canada's positive employment performance has been disproportionately concentrated in the public sector and part-time work, as opposed to the private sector and full-time work.² Partly as a result, the increase in hours worked through the recovery has lagged employment growth. More encouragingly, the new jobs have tended to be in industries with above-average wages, such as professional services.

Looking ahead, a number of factors are expected to continue to moderate the growth of labour income in Canada, including the withdrawal of fiscal stimulus, announced wage-bill restraints by various governments and a slow recovery in average hours worked.

In the United States, hours worked have recovered faster than employment, but the broad weakness in the labour market has remained an important constraint on the economic recovery. The restructuring of major industries such as autos, finance and construction has deepened the job losses, and credit constraints facing small and medium-sized enterprises will likely continue to dampen employment growth. As the fiscal stimulus winds down, sustained growth in private sector demand will require a stronger labour market and stronger growth in labour income.

Chart 1-A: Canadian and U.S. employment levels

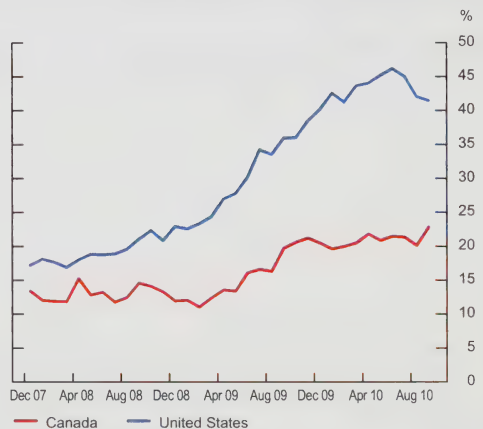
2007Q4 = 100



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, NBER (dating of U.S. cycles) and Bank of Canada calculations Last observation: September 2010

Chart 1-B: Long-term unemployment as a per cent of total unemployment

Long-term unemployment defined as 27 weeks and over, monthly data^a



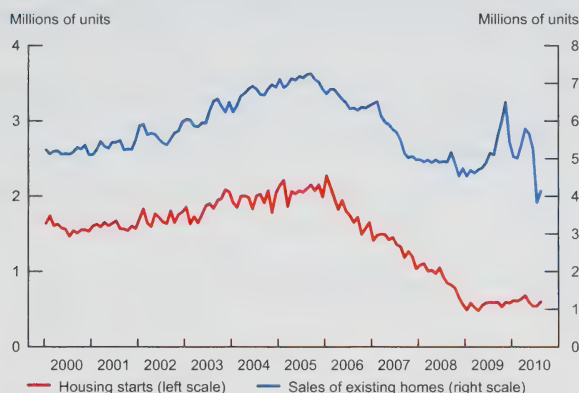
a. The data series for Canada is not seasonally adjusted.

Sources: Statistics Canada and U.S. Bureau of Labor Statistics Last observation: September 2010

- 1 These figures refer to household survey-measured employment in both Canada and the United States. Using establishment survey data would show a slower employment recovery in both countries.
- 2 The public sector is defined as health, social and education services, and public administration.

Chart 5: U.S. housing indicators point to weak underlying demand

Monthly data



Sources: National Association of Realtors and
U.S. Department of Commerce

Last observation: August 2010

Real GDP growth in the euro area picked up sharply in the second quarter, reaching 3.9 per cent. However, recent indicators suggest a more moderate pace of growth in the third quarter. In the core economies, activity has picked up noticeably, led by strength in exports. Real GDP growth in the peripheral European countries, in contrast, has been weak and unemployment high. The measures taken by governments to improve fiscal sustainability have reduced concerns about a major debt crisis in Europe, but considerable structural adjustment remains to be implemented.

In Japan, real GDP growth slowed markedly to 1.5 per cent in the second quarter, and recent data point to weak growth in the third quarter. Measures to stimulate domestic demand appear to be having a slight positive effect, although unemployment remains relatively high. Japanese authorities have taken additional steps to stimulate growth and alleviate pressures on their currency, including further monetary and fiscal policy easing and the first intervention in foreign exchange markets in six years. A recently proposed fiscal stimulus program aims to boost domestic demand through consumption incentives, new infrastructure projects and employment support.

Real GDP growth in China remained strong at around 10 per cent in the second and third quarters. Although the effects of the fiscal stimulus introduced during the recession have begun to diminish and the measures to cool activity in the property market have started to take hold, growth in investment and consumption has remained robust. Net exports, in contrast, contributed only modestly to growth in GDP over this period, as both imports and exports rose rapidly.

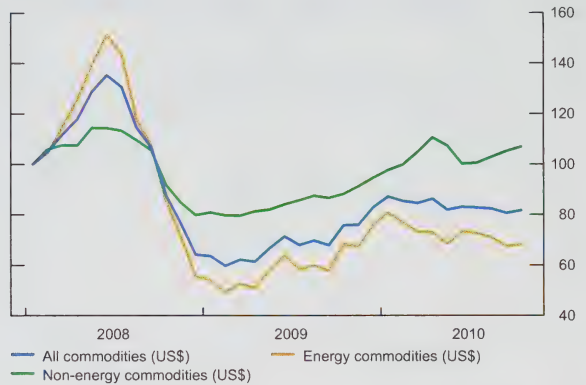
The Bank of Canada's index of global commodity prices has declined by about 4 per cent since the release of the July *Report* (Chart 6). While crude oil prices are higher, natural gas prices have fallen significantly in response to weather-related factors and excess supply. Prices for non-energy commodities have increased by about 5 per cent over the same period, in some cases reaching recent highs. Strong demand by emerging-market economies and growing investor interest have supported metals prices, while weather-related factors have driven up the prices of agricultural products.

Measures taken by governments to improve fiscal sustainability have reduced concerns about a major debt crisis in Europe, but considerable structural adjustment remains to be implemented.

Real GDP growth in China remained strong at around 10 per cent in the second and third quarters.

Chart 6: Energy prices have weakened, while non-energy commodity prices have increased

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2008 = 100), monthly data



Note: Values in October 2010 are estimates based on the average daily spot prices up to 15 October 2010.

Source: Bank of Canada

Last observation: October 2010

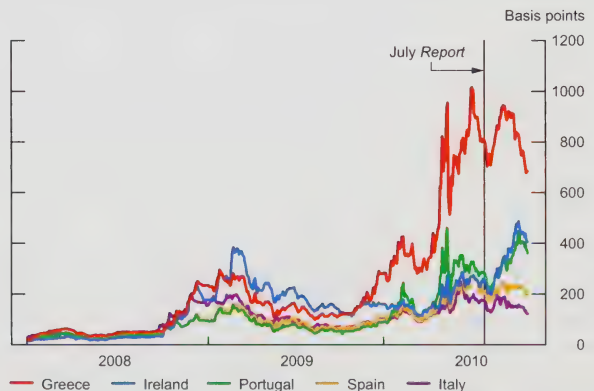
Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets are very stimulative.

Overall, conditions in global financial markets are very stimulative. Borrowing rates are at or near record lows in a number of countries, and capital markets remain open to a broad range of financial and non-financial corporate issuers. With markets focused on the strength and durability of the global recovery, macro concerns have dominated idiosyncratic ones, leading to higher correlations across asset prices. Worries about the fiscal positions and banking sectors of some peripheral European countries remain, and a negative shock would risk triggering renewed strains in global financial markets (Chart 7). Heightened tensions in foreign exchange markets and risks related to growing global imbalances have become a key source of vulnerability.

Chart 7: Credit spreads remain elevated for some European countries

Spreads on 5-year sovereign credit default swaps



Source: Markit

Last observation: 15 October 2010

Government bond yields in the major advanced economies have decreased noticeably since July (**Chart 8**). Markets expect that, as a result of reduced prospects for growth and inflation, policy interest rates will be maintained at very low levels over a longer period than previously assumed, and that some countries may resort to further unconventional measures to stimulate demand.

Global equity prices have risen since the *July Report*, while corporate bond spreads have tightened slightly. Investor demand for corporate bonds continues to be very strong, as illustrated by historically low corporate bond yields and record U.S.-dollar high-yield bond issuance (**Chart 9**).

Bank lending conditions have moved in different directions across advanced economies. Surveys indicate that lending conditions in the United States and

Government bond yields in the major advanced economies have decreased noticeably since July.

Chart 8: Yields on government bonds in major economies have decreased since the July Report

Yields on 10-year government bonds

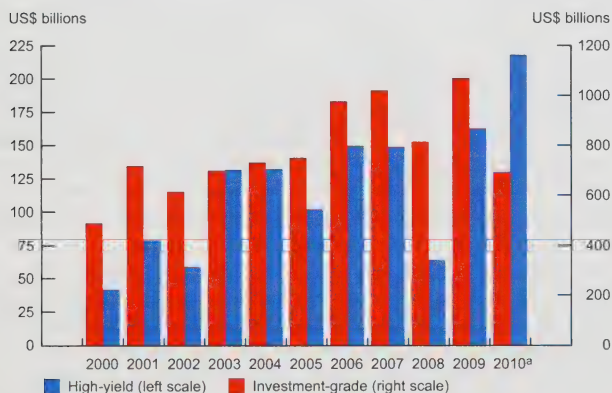


Source: Bloomberg

Last observation: 15 October 2010

Chart 9: Corporate bond issuance has been robust, particularly by high-yield issuers

Global corporate issuance placed in U.S. dollars



a. 2010 year to date

Source: Bloomberg

Last observation: 15 October 2010

Japan eased somewhat in the second quarter of 2010—a modest unwinding of the tightening that occurred over the previous two years. In contrast, banks in the euro area have tightened terms and conditions on business credit.

Emerging-market economies have experienced large capital inflows as investors search for higher yields. Policy-makers in a number of these countries have increasingly taken action to limit the impact of these inflows on their currencies and economies. By restricting capital movements, these actions could increase volatility in financial markets and heighten trade tensions.

Outlook for the Global Economy

The global economic recovery is expected to proceed at a more gradual pace than previously anticipated.

The global economic recovery is expected to proceed at a more gradual pace than previously anticipated (**Table 1**). Growth in the advanced economies is projected to slow over the coming year, reflecting the withdrawal of fiscal stimulus and modest growth in private demand, while growth in emerging-market economies is expected to ease to more sustainable rates over the projection horizon. Steps taken by policy-makers to limit capital inflows and prevent exchange rate movements are impeding the rotation of demand from advanced to emerging-market economies that is necessary for a sustainable recovery.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b		
		2010	2011	2012
United States	20	2.7 (2.9)	2.3 (3.0)	3.3 (3.5)
Euro area	15	1.7 (1.0)	1.1 (1.2)	1.7 (2.3)
Japan	6	2.9 (3.3)	1.3 (1.5)	2.3 (2.5)
China	13	10.3 (10.3)	9.0 (9.2)	8.9 (8.7)
Rest of the world	46	5.2 (5.1)	3.6 (3.8)	3.5 (3.6)
World	100	4.7 (4.6)	3.5 (3.8)	3.8 (4.0)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009.

Source: IMF, WEO, October 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2010 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

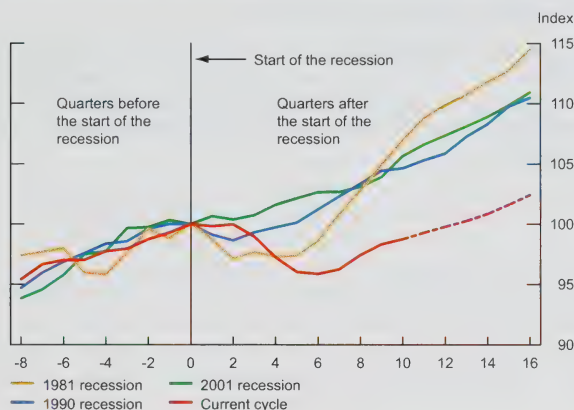
The overall outlook for U.S. economic growth is weaker than was anticipated in the July Report.

The Bank has long expected that the U.S. recovery will be slower than in previous postwar cycles (**Chart 10**), consistent with the historical experience following financial crises. Although modest recovery in private domestic demand is still projected to more than offset the drag from the unwinding of fiscal stimulus, the overall outlook for U.S. economic growth is weaker than was anticipated in the July Report (**Chart 11**). This reflects delayed recovery in the U.S. labour market, more protracted weakness in housing and a slightly more modest contribution from exports.

Growth in household spending is expected to pick up gradually, sustained by a measured improvement in the pace of job creation, even as households continue to address balance-sheet pressures through elevated savings rates. Consumption will also continue to be influenced by fiscal policy decisions, as well as by developments in the housing market, where a sharp rebound in the near term looks unlikely despite the substantial declines in both prices and housing starts.

Chart 10: U.S. GDP growth is expected to remain sluggish relative to previous economic recoveries

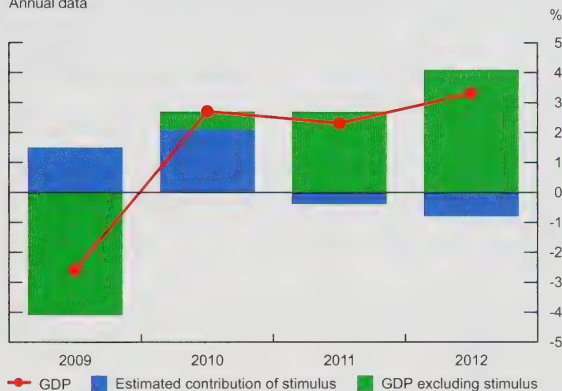
U.S. real GDP across economic cycles; start of the recession = 100, quarterly data



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada projections

Chart 11: Fiscal stimulus is currently supporting U.S. growth, but private demand is expected to become more durable in later years

Annual data



Note: The contribution of the stimulus to growth reflects the effects on GDP of the stimulus enacted in response to the crisis and includes both direct government expenditures and the indirect effects of the stimulus on other components of aggregate demand.

Sources: Bank of Canada and U.S. Bureau of Economic Analysis

Conditional on the recovery progressing and confidence improving, U.S. businesses are expected to increase hiring and boost spending on equipment and software. This will be supported by strong corporate balance sheets, low financing costs and modest improvements in lending conditions, particularly for small and medium-sized enterprises. Growth in investment in structures is anticipated to be slower than investment in equipment and software, however, owing to the high level of vacant office and retail space. Firmer external demand for U.S. goods and services, prompted by an anticipated further depreciation of the U.S. dollar, is expected to support growth in net exports over the projection horizon.

U.S. businesses are expected to increase hiring and boost spending on equipment and software.

In the euro area, the recovery is expected to be modest through 2011–12, owing to the restraining effects of fiscal consolidation and a stronger euro. Growth in core economies will depend importantly on export demand. Growth in peripheral economies is projected to be constrained by higher financing costs and large fiscal adjustments.

In Japan, growth in domestic demand is expected to be weaker than had been anticipated in July, although some pickup remains likely as labour market conditions improve. Net exports are expected to remain the principal driver of growth through 2012, supported by strong external demand, especially from Asia.

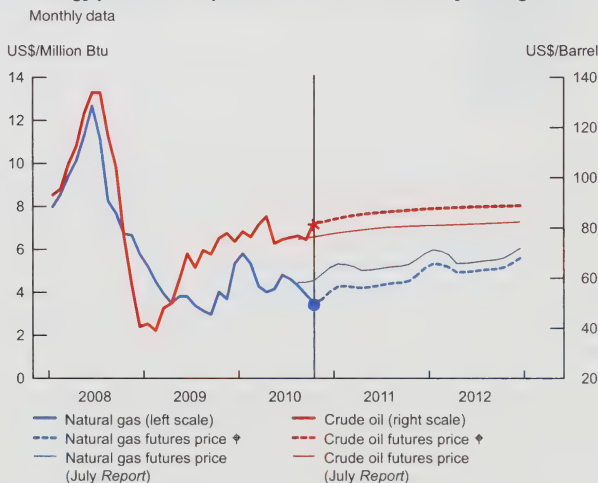
In China, real GDP growth is projected to converge gradually towards trend growth of 8 to 9 per cent over the projection horizon, owing to the withdrawal of fiscal stimulus and the restraining effects of policy measures to cool the property market. A gradual rotation of demand towards consumption and away from investment is expected to continue, supported by rising wages and an anticipated modest appreciation of the Chinese currency.

A gradual slowing of real GDP growth is expected in other emerging-market economies, reflecting the withdrawal of fiscal stimulus and, in some cases, a tightening in monetary policy in response to inflationary pressures.

The Bank's commodity price index is expected to increase over the projection horizon. Non-energy commodity prices are expected to rise through 2012, albeit to a lower level than had been expected at the time of the July Report, in line with downward revisions to the Bank's projection for global demand. The expected path for natural gas prices (as suggested by the latest futures curve) has also been revised downwards over the projection horizon, owing to softer U.S. demand and ongoing excess supply in the market. The latest crude oil futures curve, however, suggests that prices will be higher than previously anticipated (**Chart 12**).

The Bank's commodity price index is expected to increase over the projection horizon.

Chart 12: Energy prices are expected to increase modestly through 2012



* Spot price for crude oil (15 October 2010)

♦ Spot price for natural gas (15 October 2010)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 15 October 2010

Note: Values for crude oil and natural gas prices in October 2010 are estimates based on the average daily spot prices up to 15 October 2010.

Source: NYMEX

The Canadian Economy

The economic outlook for Canada has changed. The economy is entering a period of more modest growth, following the robust expansion of domestic demand since mid-2009 that restored pre-crisis levels of output and employment. The composition of demand in Canada is expected to shift away from household and government expenditures towards business investment and net exports. The strength of net exports will be sensitive to currency movements, the expected recovery in productivity growth and the prospects for external demand. With accommodative financial conditions continuing to provide support, economic growth is projected to be sufficient to absorb excess capacity, although at a more gradual pace than anticipated in the *July Report*. As a consequence, the Bank now projects a slightly more subdued profile for core inflation over the projection horizon.

The economy is entering a period of more modest growth.

Recent Developments

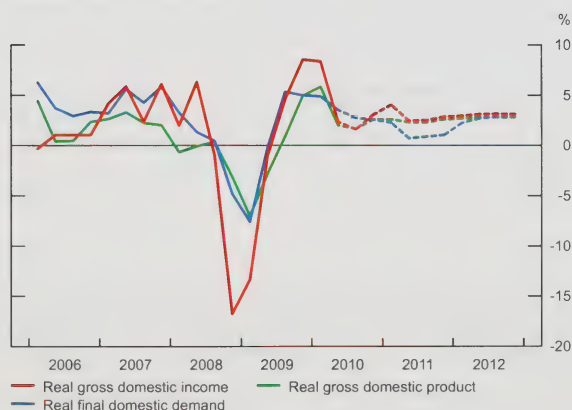
Economic Activity

Canadian real GDP growth slowed to 2.0 per cent (at an annual rate) in the second quarter, a larger deceleration than expected in the *July Report* (**Chart 13**). This growth brought real GDP back to its pre-recession level, reflecting strength in household and government spending (**Chart 14**).

Canadian real GDP growth slowed to 2.0 per cent in the second quarter.

Chart 13: Growth in real GDP slowed in 2010Q2, following very strong growth in previous quarters

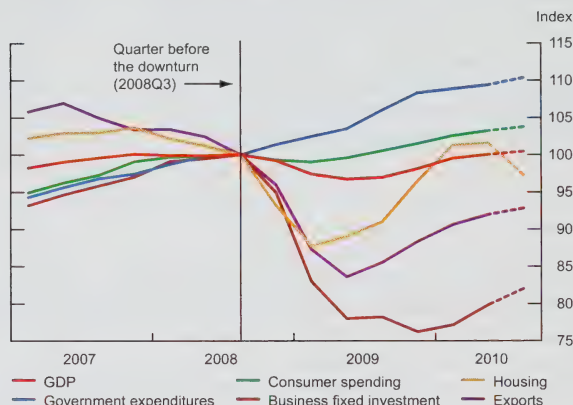
Quarterly growth at annual rates



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart 14: Real GDP is back to its pre-recession level, supported by household and government expenditures

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data

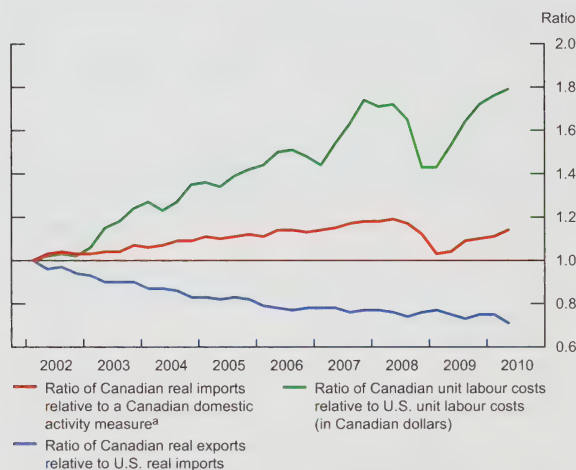


Note: Numbers for 2010Q3 are Bank of Canada estimates.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Chart 15: The deterioration in Canada's competitiveness over the past several years has had an adverse impact on Canada's trade performance

Index 2002Q1 = 1.0, quarterly data



a. The Canadian domestic activity measure is the sum of final domestic demand, exports and inventory investment.

Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q2

Household consumption and housing investment in the second quarter were supported by further improvement in the labour market, with the growth of personal disposable income receiving an extra lift from unusually large tax refunds. Consumers also continued to take advantage of exceptionally stimulative credit conditions, pushing household debt levels to record highs.

Following a steep decline and delayed recovery, the rebound in business investment finally gained momentum in the second quarter, with a sharp rise

in spending on machinery and equipment. Businesses also replenished their inventories to levels more consistent with sales.

Net exports subtracted from growth in the second quarter as imports were boosted by strength in business investment and higher inventories. The recent deterioration in the real trade balance also reflects a deterioration in Canadian competitiveness in recent years, as relative unit labour costs have increased (**Chart 15**).

The Bank estimates that real GDP decelerated slightly in the third quarter to an annual growth rate of 1.6 per cent, reflecting a smaller contribution to growth from personal consumption and a sizable drop in housing investment. As well, the large contribution to growth from inventory investment in the first and second quarters is not expected to be repeated. Growth in the third quarter was likely supported by further strong recovery in business investment and some pickup in government expenditures, while recent data suggest a continued drag from net exports.

Potential Output Growth

The Bank has revised its profile for potential output growth in Canada very slightly, as part of its annual comprehensive reassessment (**Technical Box 2**). Potential output growth is now expected to increase from 1.6 per cent in 2010 to 2.1 per cent in 2013. Trend productivity growth is projected to improve as a result of stronger investment and the dissipation of the adverse effects of restructuring in some sectors, while demographic forces continue to push down the trend rate of labour input growth.

Estimated Pressures on Capacity

Various indicators of capacity suggest that considerable slack remains in the Canadian economy. Excess capacity diminished noticeably through the early part of the year from its peak in the third quarter of 2009, but has increased marginally in recent months.

The Bank's conventional measure indicates that the output gap widened slightly in the third quarter to about -1.9 per cent (**Chart 16**). The Bank's autumn *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website; keyword search: Periodicals) also indicated that the proportion of firms that would have difficulty responding to an unexpected increase in demand remained below the historical average, declining slightly from the summer survey.

Although the economy has recouped the 400,000 jobs lost during the recession (**Chart 17**), there has been greater recourse to part-time employment by firms. Partly as a result, average hours worked still remain well below their pre-recession level. At the same time, results from the autumn *Business Outlook Survey* indicate that the percentage of firms facing labour shortages has risen in recent months, but is still well below its historical average.

On balance, the Bank judges that the economy was operating at about 1 3/4 per cent below its production capacity in the third quarter of 2010, a slightly greater degree of slack than had been estimated in the *July Report*.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Core inflation remained close to 2 per cent through early 2010 before declining slightly in recent months (**Chart 18**). The 12-month rate of change in the core CPI reached 1.6 per cent in July and August, slightly below the Bank's expectations at the time of the *July Report*. The recent moderation in core inflation is consistent with the persistence of considerable excess supply in the economy and the observed decline in the growth of unit labour costs

The Bank estimates that real GDP decelerated slightly in the third quarter to an annual growth rate of 1.6 per cent.

Potential output growth is now expected to increase from 1.6 per cent in 2010 to 2.1 per cent in 2013.

The Bank judges that the economy was operating at about 1 3/4 per cent below its production capacity in the third quarter of 2010.

Revisions to Potential Output Growth

Each October, the Bank reassesses the path for potential output growth that underpins its economic outlook. Potential output represents the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflation pressures. Potential output growth can be thought of as the sum of the growth rates of trend labour input and trend labour productivity.

The growth rate of potential output is expected to increase gradually from 1.6 per cent in 2010 to 2.1 per cent in 2013 (**Table 2-A**). This upward trend is driven by an increase in the growth rate of trend labour productivity, whereas the growth of trend labour input weakens over the 2010–13 period.

The projected improvement in the growth of trend labour productivity largely reflects the expected sharp, sustained recovery in investment spending. The Bank estimates that trend labour productivity growth will be 0.6 per cent this year, rising steadily to 1.3 per cent by 2013.

The growth rate of trend labour input is expected to gradually decline from 1.0 per cent in 2010 to 0.8 per cent in 2013. Demographic factors are expected to continue to limit the sustainable pace of labour input growth. The growth rate of trend labour input is projected to slow over the projection horizon, owing to a decline in the growth rate of the working-age population. The downward pressure on trend labour input growth from population aging will likely be partly offset by a slight boost to labour force participation induced by an expected slowdown in wealth accumulation.

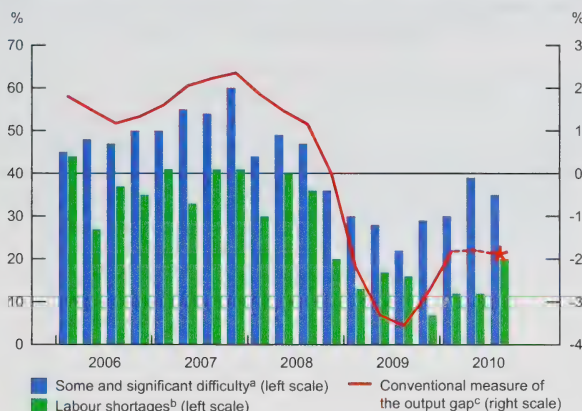
While these broad forces were already incorporated in the Bank's projection for potential output in October 2009, their estimated magnitude has been revised. Trend labour productivity growth has been revised upward in 2010. This is partly offset by a downward adjustment to trend labour input growth, although the estimate for 2012 has been revised upward, owing to updated population projections from Statistics Canada.

Table 2-A: Assumptions for the growth of potential output^a

	2010	2011	2012	2013
Potential output	1.6 (1.5)	1.8 (1.9)	2.0 (1.9)	2.1
Trend labour productivity	0.6 (0.2)	0.9 (0.9)	1.1 (1.2)	1.3
Trend labour input	1.0 (1.3)	0.9 (1.0)	0.9 (0.7)	0.8

a. Figures in parentheses correspond to the October 2009 scenario.

Chart 16: Excess supply in the Canadian economy remains significant



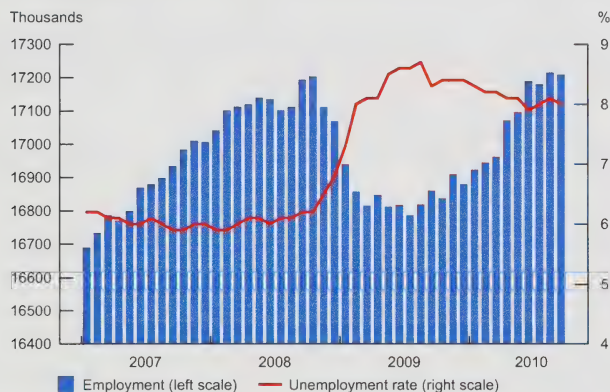
- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
 b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
 c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the third quarter of 2010 (indicated by ★) is based on a projected increase in output of 1.6 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q3

Chart 17: Although employment has recovered, unemployment remains elevated

Monthly data



Source: Statistics Canada

Last observation: September 2010

(Chart 19). Temporary factors that had boosted the core rate of inflation earlier in the year, such as the unusual pricing pattern for new motor vehicles, have now unwound.

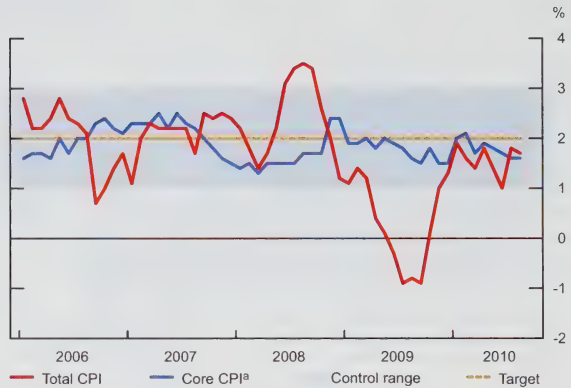
Total CPI inflation has increased from its recent trough of 1.0 per cent in June, reaching 1.7 per cent in August, owing largely to the impact of changes in provincial indirect taxes.³ This is also slightly below the Bank's expectations

The recent moderation in core inflation is consistent with the persistence of considerable excess supply in the economy and the observed decline in the growth of unit labour costs.

³ The direct impact of these changes is a temporary rise of 0.7 percentage points in the year-over-year rate of increase in total CPI from July 2010 to June 2011.

Chart 18: Inflation in Canada has been slightly more subdued than was expected in July

Year-over-year percentage change, monthly data



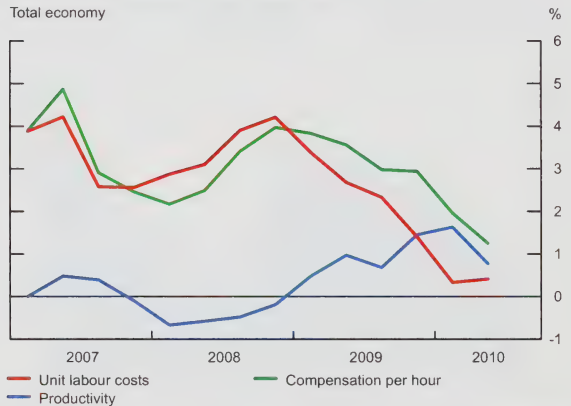
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: August 2010

Chart 19: The growth of unit labour costs has slowed sharply over the past year and a half

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q2

Inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target.

in the July *Report*, reflecting marginally softer core inflation and lower-than-anticipated natural gas prices for consumers.

Recent survey measures indicate that inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target. The October Consensus Economics forecast for total CPI inflation in 2011 was 2.0 per cent. As reported in the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, 85 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent control range. Market-based measures of longer-term inflation expectations also continue to be consistent with the 2 per cent inflation target.

Canadian Financial Conditions

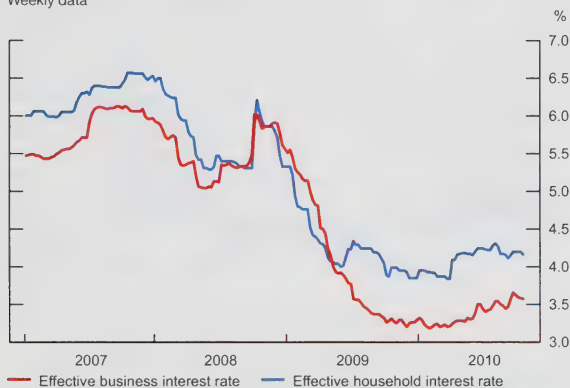
Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative, providing important ongoing support to the economic recovery.

Lower government bond yields and narrow bank funding spreads have kept effective borrowing costs for Canadian households very low by historical standards (**Chart 20**), despite increases in the policy interest rate. Reflecting these low borrowing costs, household credit has continued to expand at a robust pace, although recent growth has been marginally slower than earlier in the year (**Chart 21**).

Financial conditions in Canada remain exceptionally stimulative.

Chart 20: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data



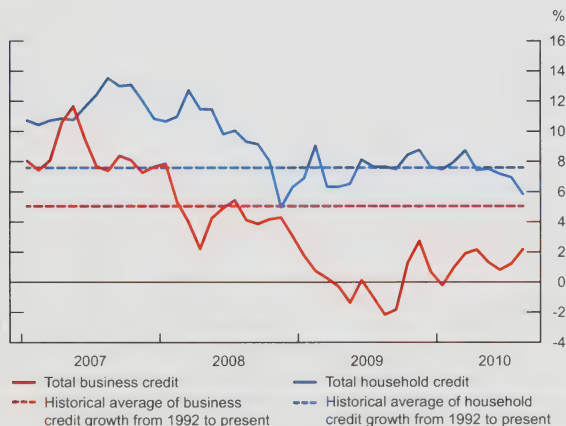
Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 15 October 2010

Chart 21: Growth in household credit has eased slightly but remains robust

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

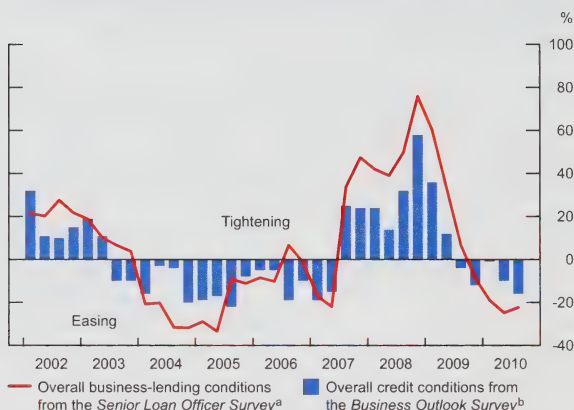
Last observation: August 2010

Canadian firms' access to bank financing has improved.

Effective borrowing costs for Canadian businesses also remain extremely low. Corporate bond yields across a range of credit ratings have reached record lows despite near-record issuance, as strong investor demand has kept spreads narrow, while government yields have declined. Canadian firms' access to bank financing has also improved in recent months, according to both the Bank's *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website; keyword search: Periodicals) and the *Business Outlook Survey* (**Chart 22**). In particular, the *Senior Loan Officer Survey* suggests that the easing in lending

Chart 22: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased further in 2010Q3

Balance of opinion



- Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.
- Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q3

conditions for large corporate borrowers in recent quarters has broadened to commercial borrowers, reflecting heightened competition among lenders amid modest growth in loan demand. This soft demand is mirrored in the continued sluggish growth of overall business credit, reflecting the availability of firms' internal funds and the still-low level of investment.

Growth in narrow monetary aggregates has slowed in recent months from the unusually rapid pace earlier in the year, consistent with diminishing liquidity preference among households and firms. Growth in the broader M2++ aggregate remains below its historical average, suggesting subdued inflation pressures ahead.

Exchange Rate

The Canadian dollar has averaged 97 cents U.S. over the past three months and 98 cents U.S. since the 8 September interest rate announcement (**Chart 23**), slightly higher than the 96 cents U.S. assumed in the July Report.

Chart 23: The Canadian dollar has appreciated since the July Report

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 15 October 2010

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection for growth incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 98 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; higher prices for non-energy commodities as the global economy recovers; and supportive global credit conditions.

Aggregate Demand and Supply

The economic expansion is weaker than the Bank had projected in its July Report (**Chart 24**). This reflects a more gradual global recovery and a somewhat more subdued profile for household spending. Over the projection horizon, the composition of demand in Canada is expected to shift away from government and household expenditures towards business investment and net exports (**Table 2** and **Chart 25**). On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 3.0 per cent in 2010, 2.3 per cent in 2011 and 2.6 per cent in 2012. The economy is expected to return to full capacity by the end of 2012.

In the Bank's base-case scenario, growth in household expenditures is expected to decelerate to a pace closer to that of income growth over the projection horizon. As in the July Report, growth in personal disposable income is expected to slow as a result of the withdrawal of fiscal stimulus, announced compensation restraints by governments and a slow recovery in average hours worked (**Technical Box 1**). A weaker global outlook is now expected to further moderate income growth. Moreover, Canadian household balance sheets are also increasingly stretched, and private consumption is unlikely to be bolstered by gains in house prices going forward.

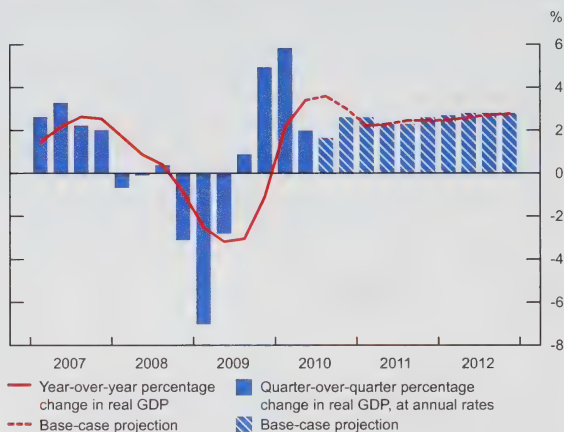
As the Bank had expected, housing activity has declined markedly in recent months. Residential investment still remains near historically high levels but is expected to weaken further into 2011, reflecting subdued income growth and declining affordability.

The economic expansion is weaker than the Bank had projected in its July Report.

Growth in personal disposable income is expected to slow.

Housing activity has declined markedly in recent months.

Chart 24: Real GDP is expected to grow at rates consistent with the gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Last observation: 2010Q2

Table 2: Contributions to average annual real GDP growth
Percentage points^a

	2009	2010	2011	2012
Consumption	0.2 (0.2)	1.9 (1.9)	1.2 (1.4)	1.2 (1.4)
Housing	-0.6 (-0.6)	0.6 (0.6)	-0.2 (-0.1)	0.1 (0.1)
Government	1.2 (1.2)	1.1 (1.4)	0.0 (-0.2)	-0.4 (-0.5)
Business fixed investment	-2.6 (-2.6)	0.3 (0.1)	0.9 (0.7)	1.1 (0.9)
Subtotal: Final domestic demand	-1.8 (-1.8)	3.9 (4.0)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)
Exports	-4.7 (-4.7)	2.3 (2.5)	1.5 (1.9)	1.6 (1.4)
Imports	4.9 (4.9)	-4.2 (-4.1)	-1.2 (-1.1)	-1.1 (-1.2)
Subtotal: Net exports	0.2 (0.2)	-1.9 (-1.6)	0.3 (0.8)	0.5 (0.2)
Inventories	-0.9 (-0.9)	1.0 (1.1)	0.1 (0.3)	0.1 (0.1)
GDP	-2.5 (-2.5)	3.0 (3.5)	2.3 (2.9)	2.6 (2.2)
Memo items:				
Potential output	1.2 (1.2)	1.6 (1.5)	1.8 (1.9)	2.0 (1.9)
Real gross domestic income (GDI)	-5.8 (-5.8)	5.0 (5.7)	2.9 (2.7)	2.9 (2.4)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2010 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2010 *Report*.

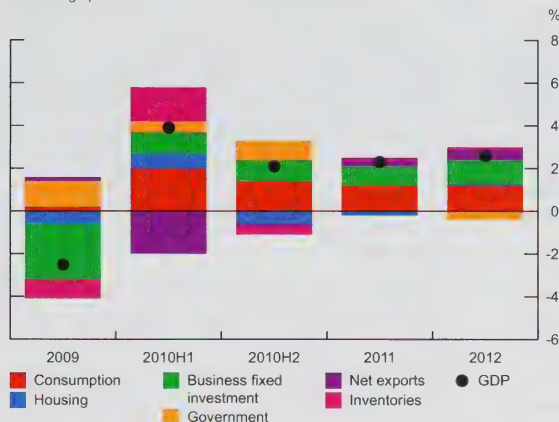
Based on budget announcements, the Bank assumes that fiscal stimulus will end in early 2011, and that the contribution of government spending to overall real GDP growth will turn mildly negative.

Following an unusually sharp contraction, business investment is projected to increase to levels consistent with previous recoveries, reflecting efforts to improve competitiveness, firms' strong financial positions and favourable credit conditions (**Chart 26** and **Technical Box 3**). This projection is consistent with the new high in the balance of opinion regarding firms' intentions to invest in machinery and equipment reported in the latest *Business Outlook Survey*. In particular, firms reported an increasing focus on enhancing productivity. The projected investment profile in the Bank's base-case scenario should contribute to raising potential output in Canada.

Business investment is projected to increase to levels consistent with previous recoveries.

Chart 25: Sources of growth are expected to shift away from household and government spending towards business investment and net exports

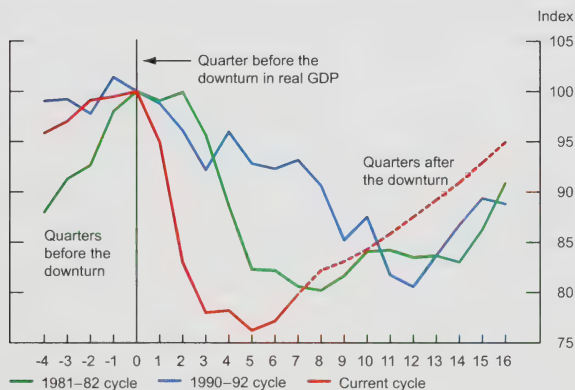
Contributions to real GDP growth
Percentage points



Note: Contributions for 2010H1 and 2010H2 are proxied by the average quarterly contributions.
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections and calculations

Chart 26: Canadian business fixed investment is expected to increase to levels consistent with previous recoveries

Comparison of Canadian real business investment across economic cycles;
quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

At the same time, with the adjustment in the stock-to-sales ratio completed, business inventories are expected to provide very modest support to overall real GDP growth over the projection horizon.

The expanding world economy is expected to provide support to Canadian exports over the projection horizon. However, with weaker projected growth in U.S. activity over the remainder of 2010 and 2011 and competitiveness challenges, Canadian exports are expected to rise less rapidly than previously anticipated. As in the *July Report*, the growth of imports is projected to ease markedly from the rapid pace of late 2009 and early 2010, owing in part to slower growth in final domestic demand, as well as the end of the inventory cycle.

Investment and the Recovery

Business investment was unusually weak during the recession, and the recovery so far has been subdued (see **Chart 26**, p. 23).

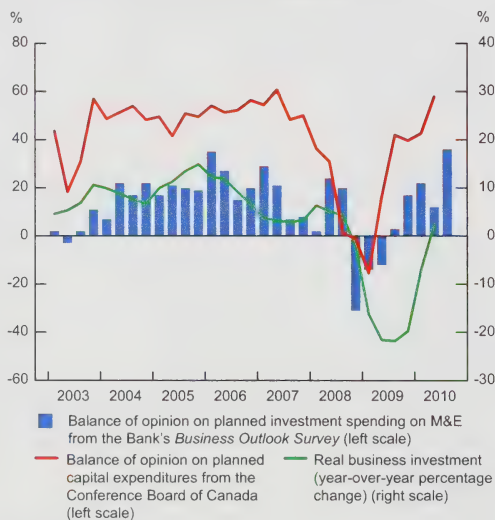
This weakness in business investment can be explained in part by a deterioration in fundamentals, including falling business profits, low levels of capacity utilization and restricted access to capital markets. However, an unusual degree of uncertainty at the depths of the recession might also have played an important role.

Real GDP has since returned to pre-recession levels. However, even taking into account the acceleration seen through the first half of 2010, business investment has recovered only 15 per cent of the losses incurred through the recession. In this context, improved business confidence, current and

expected profitability, policy initiatives (e.g., corporate tax cuts) and increases in capacity utilization point to a continued recovery in investment (**Chart 3-A** and **Chart 3-B**). The favourable financial position of the non-financial corporate sector, including a high level of liquidity and low debt-to-equity ratios, also supports the outlook for rising investment.

Growth in business investment is expected to support projected potential output growth by improving capital intensity and, hence, trend labour productivity growth. This rise in labour productivity growth is expected to more than offset the projected demographically driven moderation in the growth of trend labour input, leaving potential output growth to strengthen over the 2010–13 horizon, as discussed in **Technical Box 2**.

Chart 3-A: Measures of investment intentions point to a recovery in real business investment

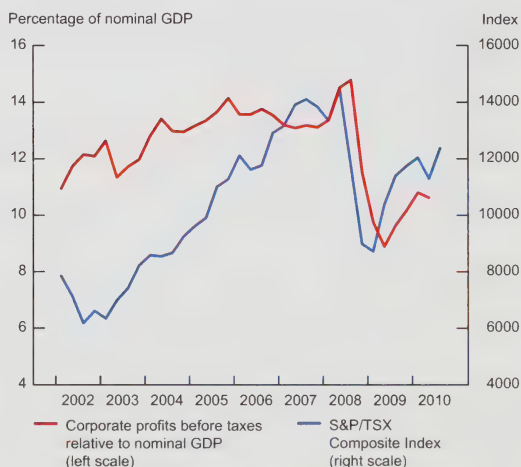


Sources: Statistics Canada, Conference Board of Canada and Bank of Canada calculations

Last observations: 2010Q2, 2010Q3

Chart 3-B: The recovery in the TSX suggests that expected corporate profitability has improved

Quarterly data



Sources: Statistics Canada, Bloomberg and Bank of Canada calculations

Last observations: 2010Q2, 2010Q3

The Projection for Inflation

With a larger and more persistent output gap than previously assumed, the profile for core inflation is more subdued than in the July *Report*. Core inflation is expected to remain near current levels in coming quarters before edging up to 2 per cent by the end of 2012 (**Table 3** and **Chart 27**), as excess supply in the economy is gradually absorbed and inflation expectations remain well anchored. As well, ongoing modest growth in labour compensation, combined with an anticipated pickup in productivity, is expected to restrain growth in unit labour costs and, in turn, inflation pressures. Over the coming quarters, core inflation will also be dampened by the transitory effect of the harmonized sales tax (HST) introduced in two provinces in July, as associated tax refunds to businesses are passed through to consumers.

The direct impact of recent changes in consumption taxes in Ontario, British Columbia and Nova Scotia is a temporary rise of 0.7 percentage points in the year-over-year rate of increase in total CPI from July 2010 to June 2011. The Bank's base-case projection for inflation also incorporates an estimate for the announced increase in the provincial sales tax in Quebec, effective in January 2011, which is expected to add about 0.1 percentage points to total CPI inflation over 2011. As with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank will look through the first-round effect on prices of these changes in provincial sales taxes.

Total CPI inflation is also projected to be more subdued than was anticipated in July, mainly reflecting the lower profile for core inflation. The impact on total CPI inflation of the higher profile for crude oil prices is partially offset by the higher value assumed for the Canadian dollar. Over coming quarters, with the gradual dissipation of the effect from the earlier reduction in mortgage interest costs, total CPI inflation (excluding the effect of changes in indirect taxes) is expected to rise gradually to the 2 per cent target by the end of 2012.

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The profile for core inflation is more subdued than in the July Report.

Total CPI inflation is also projected to be more subdued and is expected to rise gradually to the 2 per cent target by the end of 2012.

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada^a

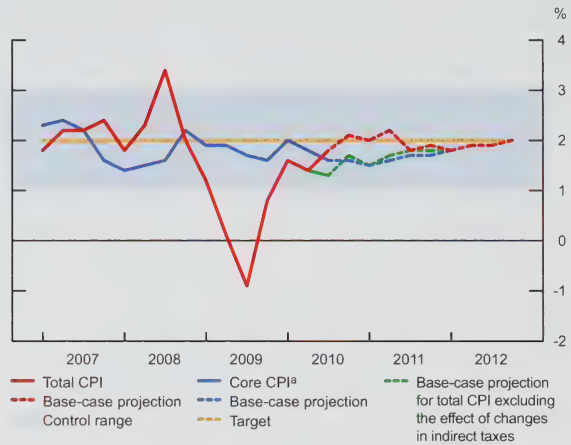
	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	4.9 (4.9)	5.8 (6.1)	2.0 (3.0)	1.6 (2.8)	2.6 (3.2)	2.6 (3.0)	2.3 (3.0)	2.3 (2.5)	2.6 (2.4)	2.7 (2.0)	2.8 (1.9)	2.8 (1.9)	2.8 (1.9)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.1 (-1.1)	2.2 (2.2)	3.4 (3.7)	3.6 (4.2)	3.0 (3.8)	2.2 (3.0)	2.3 (3.0)	2.4 (2.9)	2.4 (2.7)	2.5 (2.5)	2.6 (2.2)	2.7 (2.1)	2.8 (2.0)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	1.8 (1.9)	1.6 (1.8)	1.6 (1.8)	1.5 (1.8)	1.6 (1.7)	1.7 (1.8)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.8 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.2)	2.2 (2.2)	1.8 (1.8)	1.9 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.3 (1.7)	1.7 (1.8)	1.5 (1.8)	1.7 (1.8)	1.8 (1.8)	1.8 (1.9)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	76 (76)	79 (79)	78 (78)	76 (75)	82 (77)	84 (78)	86 (80)	87 (80)	87 (81)	88 (81)	88 (81)	88 (82)	89 (82)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 15 October 2010.

Chart 27: Total CPI and core inflation in Canada are projected to converge to 2 per cent over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



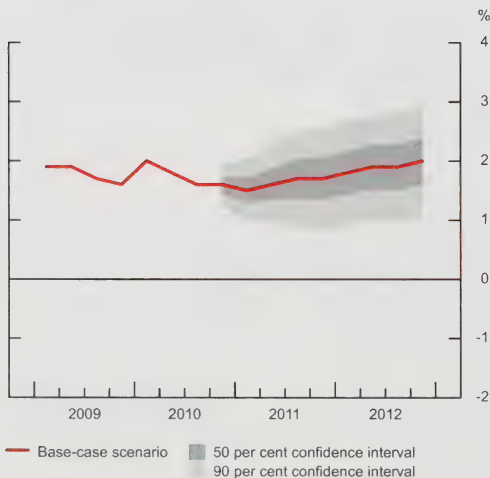
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 28** and **Chart 29** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the fourth quarter of 2010 to the end of 2012.⁴

Chart 28: Projection for core CPI inflation

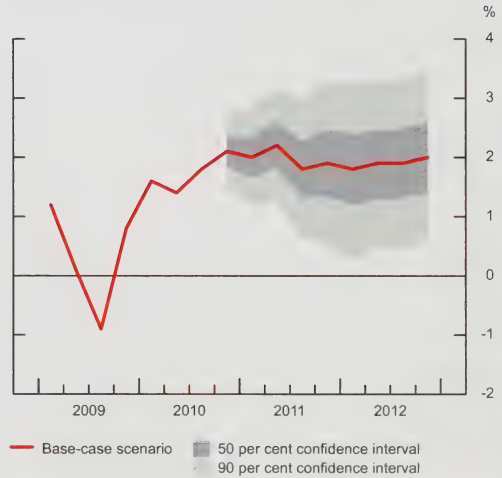
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Chart 29: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

⁴ Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; keyword search: Fan charts.

Risks to the Outlook

The Bank has downgraded its outlook for the Canadian and global economies, and important risks remain around this outlook. The Bank judges that the risks to inflation are roughly balanced.

The three main upside risks to the inflation outlook are higher commodity prices, a stronger-than-anticipated recovery in the U.S. economy, and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector:

- Commodity prices might rise faster and further than currently projected, boosting incomes in Canada and stimulating investment activity. Commodity prices could be supported by stronger-than-expected growth in emerging-market economies and heightened investor interest in commodities, fuelled by exceptionally low global interest rates and ample liquidity.
- Greater-than-expected improvements in housing and labour markets in the United States could boost consumer and business confidence in that country, resulting in stronger export demand for Canadian goods and services.
- Household spending in Canada could be stronger than expected if borrowing continues to exceed income growth, or if growth in incomes were to rebound more rapidly than the Bank projects.

These upside risks to inflation are balanced by three downside risks relating to Canada's international competitiveness, global growth prospects, and the possibility of a more pronounced correction in the Canadian housing market:

- A combination of disappointing productivity performance and persistent strength in the Canadian dollar could dampen the expected recovery of Canada's net exports. Heightened tensions in foreign exchange markets could inhibit necessary global adjustment and put additional pressure on freely floating currencies.
- Global deflationary forces could intensify if the necessary rotation of demand from deficit countries to surplus countries and from the public to the private sector is delayed or fails to materialize.
- If there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy, such as consumption, given the high debt loads of some Canadian households.

- Les forces déflationnistes mondiales pourraient s'intensifier si le déplacement nécessaire de la demande des pays accusant un déficit commercial vers ceux qui affichent un excédent, et du secteur public vers le secteur privé, est retardé ou qu'il ne se concrétise pas.
- Un brusque affaiblissement du secteur canadien du logement pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie tels que la consommation, étant donné le lourd endettement de certains ménages canadiens.

Les risques entourant les perspectives

La Banque a révisé à la baisse ses perspectives relatives aux économies canadienne et mondiale, qui demeurent entachées de risques considérables. Elle estime que les risques en matière d'inflation sont relativement équilibrés. Les trois principaux risques à la hausse planant sur les perspectives d'inflation sont liés à la montée prévue des cours des produits de base, à une reprise de l'économie américaine qui serait plus vigoureuse qu'anticipé et à la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages :

■ Les cours des produits de base pourraient connaître une hausse plus rapide et plus prononcée qu'escamoté, entraînant une augmentation des revenus au Canada et stimulant les investissements. L'expansion plus forte que prévu des économies de marché émergentes et l'intérêt accru des investisseurs à l'égard des matières premières, soutenu par des taux d'intérêt mondiaux exceptionnellement bas et une abondance de liquides, pourraient soutenir les cours de ces produits.

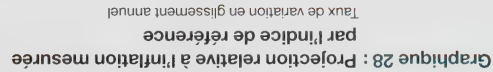
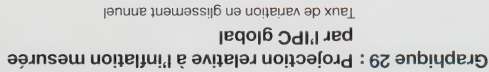
■ Des améliorations plus importantes que prévu dans les marchés du logement et du travail aux États-Unis pourraient ranimer la confiance des consommateurs et des entreprises de ce pays, et donner lieu à un accroissement de la demande d'exportations de biens et de services canadiens.

■ Si les emprunts continuent de progresser plus vite que les revenus, ou si la croissance des revenus devait rebondir plus rapidement que la Banque ne l'envisage, les dépenses des ménages au Canada pourraient être plus fortes qu'anticipé.

Ces risques à la hausse en matière d'inflation sont contrebalancés par trois risques à la baisse ayant trait à la compétitivité du Canada sur la scène internationale, aux perspectives de croissance de l'économie mondiale et à la possibilité d'une correction plus prononcée que prévu dans le marché canadien du logement :

■ Des résultats décevants sur le plan de la productivité conjugués à une vigueur persistante du dollar canadien pourraient brider la reprise attendue des exportations nettes du Canada. Des tensions accrues sur le marché des changes pourraient entraver l'ajustement qui s'impose à l'échelle internationale et exercer des pressions supplémentaires sur les monnaies dont le cours flotte librement.

4 Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web



La détermination de la contribution des taxes de vente provinciales aux effets initiaux de ces changements relatifs aux taxes de vente provinciales aurait sur les prix.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait être elle aussi plus modérée qu'on ne l'entrevoyait en juillet, principalement en raison du profil d'évolution plus bas de l'inflation mesurée par l'indice de référence. L'incidence du profil d'évolution plus élevé des prix du pétrole brut sur l'inflation mesurée par l'IPC global est partiellement neutralisée par la valeur accrue postulée du dollar canadien. Dans les prochains trimestres, avec la dissipation progressive de l'effet de la réduction passée du coût d'intérêt hypothécaire, l'inflation mesurée par l'IPC global (hors effet des modifications des impôts indirects) devrait augmenter graduellement pour atteindre la cible de 2 % d'ici la fin de 2012.

Cette projection intègre une réduction de la dette monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, et compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.

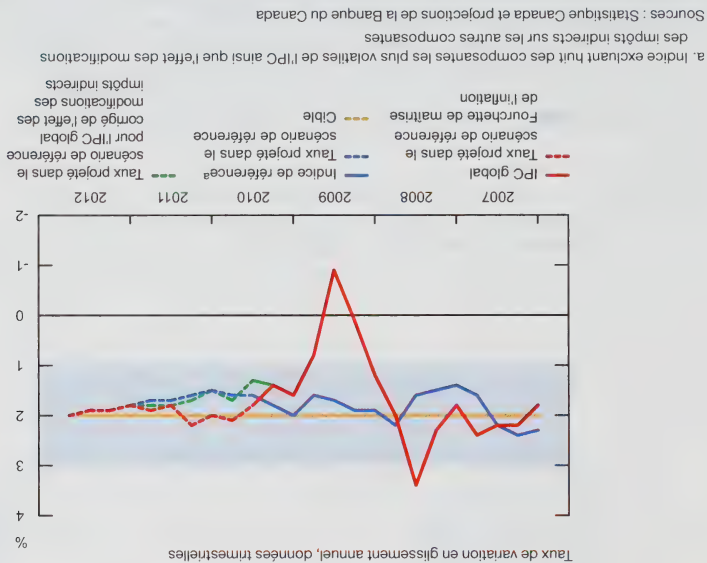
L'inflation mesurée par l'IPC global devrait être elle aussi plus modérée qu'on ne l'entrevoit en juillet, et on s'attend à ce qu'elle augmente graduellement pour atteindre la cible de 2 % d'ici la fin de 2012.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

	2009				2010				2011				2012			
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	4.9	5.8	2.0	1.6	2.6	2.3	2.3	2.3	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7	2.8	2.8
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(4.9)	(6.1)	(3.0)	(2.8)	(3.2)	(3.0)	(3.0)	(2.5)	(2.4)	(2.0)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(2.0)	(2.1)	(2.0)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1.1	2.2	3.4	3.6	3.0	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.5	2.6	2.7
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(-1.1)	(2.2)	(3.7)	(4.2)	(3.8)	(3.0)	(3.0)	(2.9)	(2.7)	(2.0)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(2.0)	(2.1)	(2.0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1.6	2.0	1.8	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
IPC global hors effet modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0.8	1.6	1.4	1.8	2.1	2.0	2.2	1.8	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0.8	1.6	1.4	1.8	2.1	2.0	2.2	1.8	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
IPC global hors effet modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0.8	1.6	1.4	1.3	1.7	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
WTP (niveau)	76	79	78	76	82	84	86	87	87	87	88	88	88	88	88	89
	(76)	(79)	(78)	(75)	(77)	(78)	(80)	(80)	(80)	(81)	(81)	(81)	(81)	(82)	(82)	(82)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediaire (en \$ C.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 15 octobre 2010.

Graphique 27 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % au cours de la période de projection



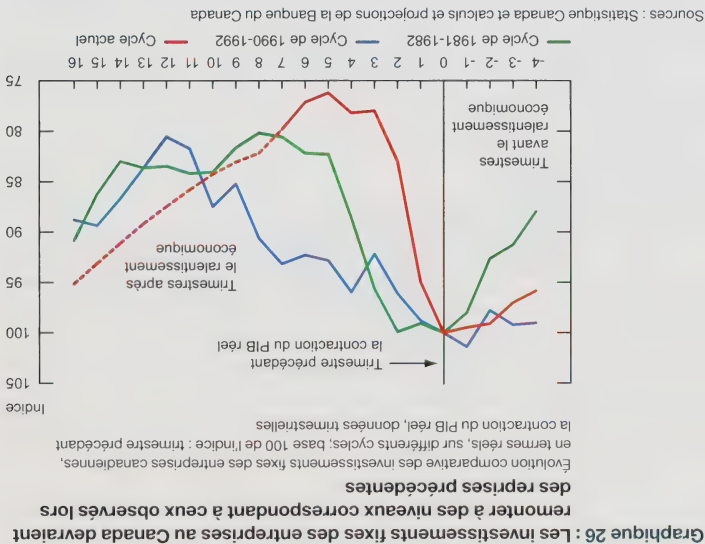
La conséquence directe des modifications apportées récemment aux taxes à la consommation en Ontario, en Colombie-Britannique et en Nouvelle-Écosse est une hausse temporaire de 0,7 point de pourcentage du taux d'accroissement sur douze mois de l'IIPC global au cours de la période allant de juillet 2010 à juin 2011. Le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation intègre également l'incidence estimative de la majoration annoncée de la taxe de vente provinciale au Québec, qui prendra effet en janvier 2011 et qui devrait ajouter environ 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IIPC global en 2011. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impôts indirects par le passé, la Banque fera abstraction, aux fins de la

consommation. L'écart de production étant plus grand et plus persistant que postulé auparavant, le profil d'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence est plus modéré que celui qui était exposé dans le *Rapport* de juillet. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer près des niveaux actuels dans les trimestres à venir, avant de remonter à 2 % d'ici la fin de 2012 (**Tableau 3 et Graphique 27**), étant donné que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbera graduellement et que les attentes d'inflation restent bien ancrées. De plus, on s'attend à ce que la poursuite de la modeste croissance de la rémunération du travail, conjuguée au relèvement anticipé de la productivité, limite l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre et, par le fait même, les pressions inflationnistes. Au fil des prochains trimestres, l'inflation mesurée par l'indice de référence sera aussi tempérée par l'effet transitoire de la taxe de vente harmonisée (TVH) qui est entrée en vigueur dans deux provinces en juillet, à mesure que les remboursements de taxes aux entreprises seront répercutés sur les prix à la

La projection en matière d'inflation

progression plus lente de la demande intérieure finale et de l'achèvement du cycle des stocks.

Le profil d'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence est plus modéré que celui qui était exposé dans le Rapport de juillet.



L'investissement et la reprise

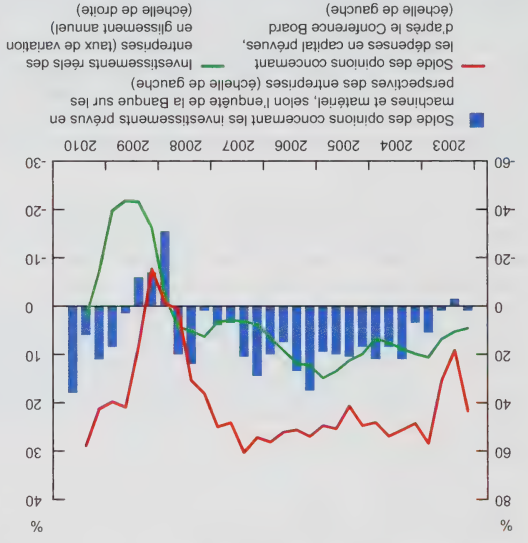
Note technique 3

Les investissements des entreprises ont été exceptionnellement faibles au cours de la récession, et la reprise a été modeste jusqu'ici (voir le **Graphique 26**, p. 28).

La morosité des investissements des entreprises s'explique en partie par la détérioration des facteurs fondamentaux, dont la chute des bénéfices des sociétés, les bas taux d'utilisation des capacités et l'accès restreint aux marchés de capitaux. Toutefois, un degré d'incertitude inhabituel au plus profond de la récession a peut-être aussi joué un rôle important.

Le PIB réel a renoué depuis avec les niveaux atteints avant la récession. Cependant, même en tenant compte de l'accélération constatée jusqu'à la fin du premier semestre de 2010, les investissements des entreprises n'ont regagné que 15 % du terrain perdu pendant la récession. Dans ce contexte, le regain de confiance des entreprises, leur rentabilité actuelle et prévue, les initiatives des pouvoirs publics (à savoir l'allègement de l'impôt des sociétés) et le relèvement du taux d'utilisation

Graphique 3-A : Les mesures des intentions d'investissement font entrevoir une reprise des investissements réels des entreprises



Sources : Statistique Canada, d'après le Conférence Board, Conférence Board du Canada et calculs de la Banque du Canada. Dernières observations : 2010T2; 2010T3

Graphique 3-B : Le redressement de l'indice S&P/TSX témoigne d'une amélioration des perspectives de profit des sociétés



Sources : Statistique Canada, Bloomberg et calculs de la Banque du Canada. Dernière observation : 2010T2

des capacités laissent tous entrevoir une poursuite de la reprise des investissements (**graphiques 3-A et 3-B**). La situation financière favorable du secteur des sociétés non financières, dont les niveaux de liquidités sont élevés et les ratios emprunts / capitaux propres sont bas, est également annonciatrice d'une hausse des investissements.

La remontée des investissements des entreprises devrait stimuler l'essor de la production potentielle en renforçant l'intensité de capital et, du coup, la progression tendancielle de la productivité du travail. Le rythme de croissance accru de la productivité du travail devrait largement compenser le ralentissement projeté, pour cause de facteurs démographiques, de la croissance tendancielle du facteur travail, si bien que la production potentielle progresserait plus rapidement entre 2010 et 2013, comme l'explique la **Note technique 2**.

À la lumière des annonces budgétaires qui ont été faites, la Banque postule que les mesures de relance budgétaire se termineront au début de 2011 et que la contribution des dépenses publiques à la croissance globale du PIB réel deviendra modérément négative.

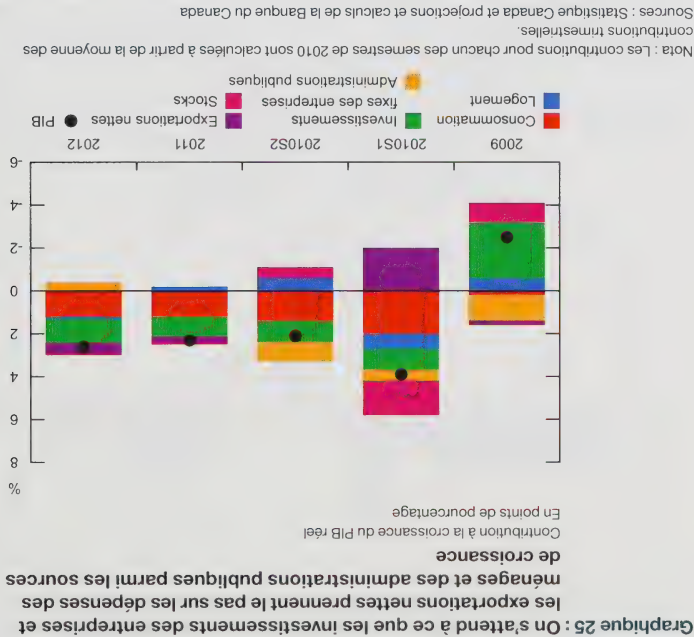
Après s'être contractés avec une force inhabituelle, les investissements des entreprises devraient augmenter pour atteindre des niveaux correspondant à ceux qui ont été observés lors des reprises précédentes, reflétant en cela les efforts d'amélioration de la compétitivité, la solide situation financière des firmes et les conditions du crédit favorables (Note technique 3 et Graphique 26).

Cette projection cadre avec le nouveau sommet enregistré par le solde des opinions concernant les intentions des firmes d'investir en machines et matériel qui ont été exprimées dans la toute dernière enquête sur les perspectives des entreprises. Les firmes ont notamment déclaré accorder de plus en plus d'attention à l'amélioration de leur productivité. Le profil d'évolution des investissements prévu dans le scénario de référence de la Banque devrait contribuer à augmenter la production potentielle au Canada.

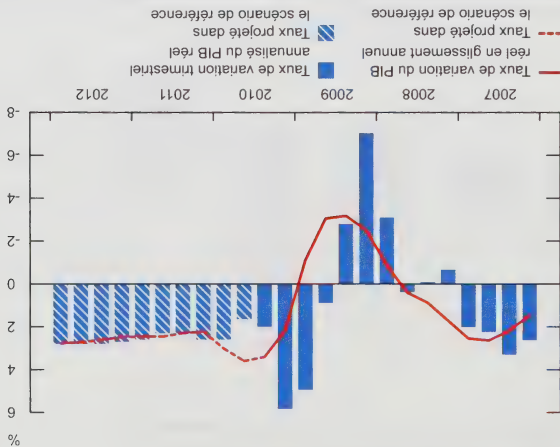
Parallèlement, du fait que l'ajustement du ratio stocks/ventes est terminé, les stocks des entreprises devraient fournir un appui très modeste à la croissance globale du PIB réel durant la période de projection.

On s'attend à ce que l'expansion économique mondiale soutienne les exportations plus faibles de l'activité aux États-Unis qui est anticipée pour le reste de 2010 et pour 2011, ainsi que les défis associés à la compétitivité, les exportations canadiennes devraient croître moins rapidement qu'on ne l'escomptait auparavant. Ainsi que la Banque l'avait en juillet, la croissance des importations devrait s'atténuer sensiblement par rapport au rythme rapide de la fin de 2009 et du début de 2010, en partie sous l'influence de la

Les investissements des entreprises devraient augmenter pour atteindre des niveaux correspondant à ceux qui ont été observés lors des reprises précédentes.



Graphique 24 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada
Dernière observation : 2010T2

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

	2009	2010	2011	2012
Consommation	0,2 (0,2)	1,9 (1,9)	1,2 (1,4)	1,2 (1,4)
Logement	-0,6 (-0,6)	0,6 (0,6)	-0,2 (-0,1)	0,1 (0,1)
Administrations publiques	1,2 (1,2)	1,1 (1,4)	0,0 (-0,2)	-0,4 (-0,5)
Investissements fixes des entreprises	-2,6 (-2,6)	0,3 (0,1)	0,9 (0,7)	1,1 (0,9)
Total partiel : demande intérieure finale	-1,8 (-1,8)	3,9 (4,0)	1,9 (1,8)	2,0 (1,9)
Exportations	-4,7 (-4,7)	2,3 (2,5)	1,5 (1,9)	1,6 (1,4)
Importations	4,9 (4,9)	-4,2 (-4,1)	-1,2 (-1,1)	-1,1 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	0,2 (0,2)	-1,9 (-1,6)	0,3 (0,8)	0,5 (0,2)
Stocks	-0,9 (-0,9)	1,0 (1,1)	0,1 (0,3)	0,1 (0,1)
PIB	-2,5 (-2,5)	3,0 (3,5)	2,3 (2,9)	2,6 (2,2)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,2 (1,2)	1,6 (1,5)	1,8 (1,9)	2,0 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	-5,8 (-5,8)	5,0 (5,7)	2,9 (2,7)	2,9 (2,4)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet 2010 du Rapport sur la politique monétaire, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 2 du présent rapport.

estime maintenant qu'un affaiblissement des perspectives mondiales modèrera d'avantage la croissance des revenus. Par ailleurs, les bilans des ménages canadiens s'alourdissent de plus en plus, et il est peu probable que la consommation privée soit stimulée par les gains au chapitre des prix des maisons.

Ainsi que la Banque l'escomptait, l'activité dans le secteur du logement a reculé de manière notable dans les derniers mois. L'investissement résidentiel continue d'avoir des sommets historiques, mais on s'attend à ce qu'il faiblisse jusqu'en 2011, en raison de la progression modeste des revenus et de la moins grande accessibilité à la propriété.

L'activité dans le secteur du logement a reculé de manière notable dans les derniers mois.

L'expansion économique est plus faible que la Banque ne l'entrevoitait dans le *Rapport de juillet* (*Graphique 24*). Ce changement est attribuable à une reprise plus graduelle de l'économie mondiale et à un profil d'évolution légèrement plus modeste des dépenses des ménages. Durant la période de projection, on s'attend à ce que la composition de la demande au Canada se déplace des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes (*Tableau 2* et *Graphique 25*). La Banque projette que la croissance du PIB réel atteindra, en moyenne annuelle, 3,0 % en 2010, 2,3 % en 2011 et 2,6 % en 2012. L'économie devrait retourner à son plein potentiel d'ici la fin de 2012.

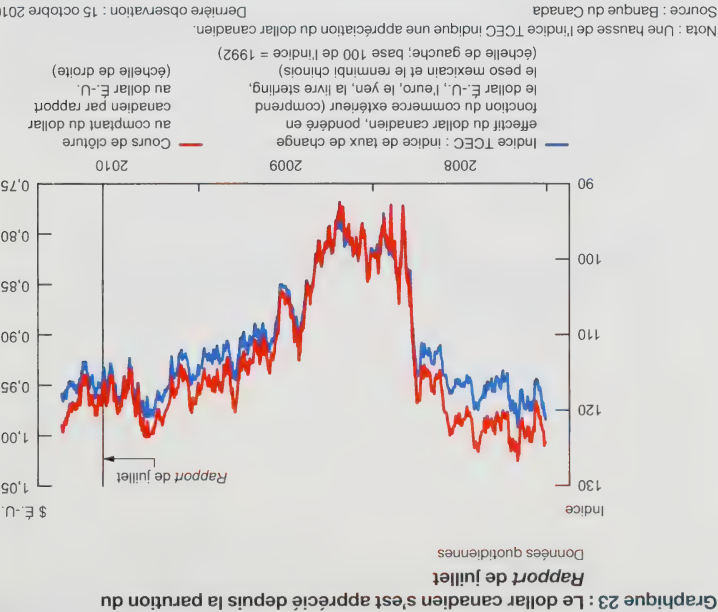
Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le rythme de progression des dépenses des ménages décélèrera pour se rapprocher davantage de celui des revenus au cours de la période de projection. Comme il était envisagé en juillet, la croissance du revenu disponible des particuliers devrait ralentir sous l'effet du retrait des stimulants budgétaires, des restrictions salariales annoncées par les administrations publiques et d'une lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées (*Note technique 1*). On

La croissance du revenu disponible des particuliers devrait ralentir.

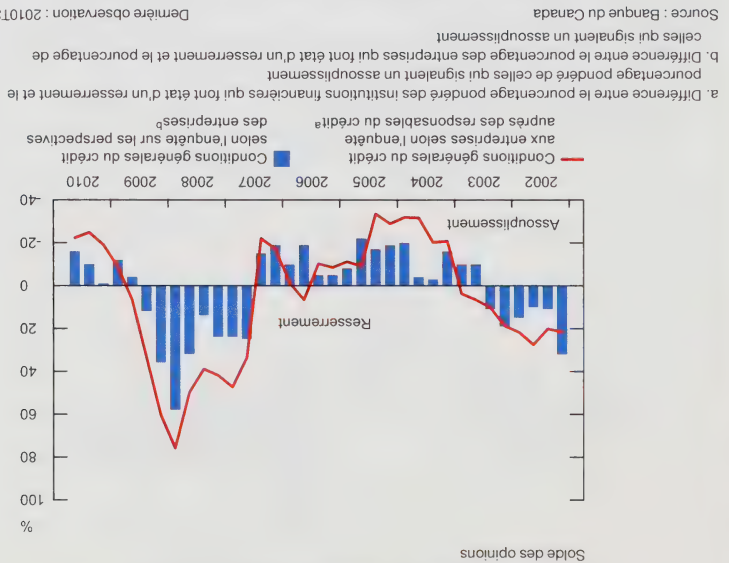
L'expansion économique est plus faible que la Banque ne l'entrevoitait dans le Rapport de juillet.

L'offre et la demande globales

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne



Graphique 22 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions de crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au troisième trimestre de 2010



L'accès des entreprises canadiennes au financement bancaire s'est amélioré.

d'État ont diminué. Selon les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (voir la rubrique « Periodiques » dans le site Web de la Banque) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises, l'accès des entreprises canadiennes au financement bancaire s'est également amélioré ces derniers mois (Graphique 22). En particulier, les données de l'enquête auprès des responsables du crédit tendent à indiquer que l'assouplissement des conditions d'octroi de prêts aux grandes sociétés au cours des derniers trimestres s'est étendu aux sociétés commerciales, à la faveur de la concurrence accrue entre prêteurs, dans un contexte de croissance modeste de la demande de crédit. Cette faible demande trouve son écho dans l'atonie persistante de l'expansion de l'ensemble du crédit aux entreprises, attribuable à la disponibilité des fonds internes des firmes et au niveau d'investissement encore bas. La progression des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti ces derniers mois par rapport à la cadence d'une rapidité inhabituelle enregistrée au début de l'année, suivant en cela la préférence décroissante des ménages et des entreprises pour la liquidité. La croissance de l'agrégat au sens large M2+ demeure au-dessous de sa moyenne historique, ce qui laisse supposer des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

Le taux de change

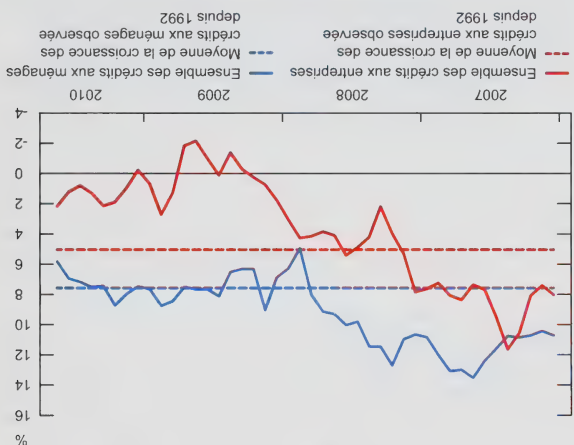
La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 97 cents £.-U. au cours des trois derniers mois et à 98 cents £.-U. depuis l'annonce du 8 septembre concernant le taux directeur (Graphique 23), ce qui est légèrement supérieur au chiffre de 96 cents £.-U. postulé dans le Rapport de juillet.

Les coûts d'emprunt effectifs des firmes canadiennes demeurent aussi extrêmement bas. Les rendements des obligations de sociétés sur toute une gamme de notations de crédit ont touché des planchers historiques malgré des niveaux d'émission quasi records, la forte demande des investisseurs ayant maintenu les écarts étroits, tandis que les rendements des obligations

celui observé au début de l'année (Graphique 21).

expansion, à un rythme toutefois un peu moins rapide dernièrement que

Source : Banque du Canada

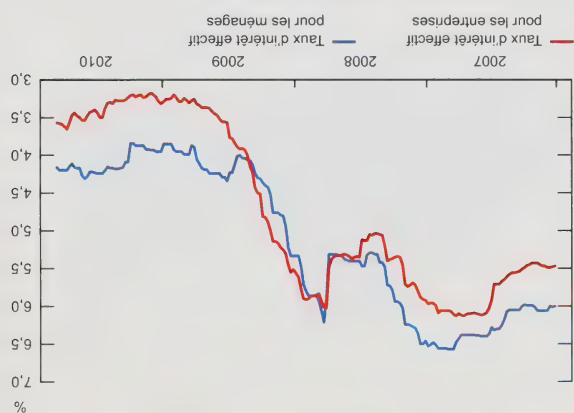


Graphique 21 : La croissance du crédit aux ménages a décéléré quelque peu mais demeure robuste

Source : calculs de la Banque du Canada

http://credit.banquecanada.ca/conditionsfinancieres.

Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site



Graphique 20 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires

Graphique 19 : L'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre a nettement ralenti au cours des dix-huit derniers mois



Source : Statistique Canada
Dernière observation : 2010T2

(Graphique 19). Les facteurs temporaires qui avaient stimulé l'inflation mesurée par l'indice de référence au début de l'année, tels que le profil inusité des prix des véhicules automobiles neufs, se sont maintenant estompés.

L'inflation mesurée par l'IPC global a augmenté, passant de son récent creux de 1,0 % en juin à 1,7 % en août, à cause principalement de l'incidence des modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces. Cette hausse est aussi légèrement inférieure aux attentes de la Banque formées dans le *Rapport* de juillet, en raison du taux un peu plus faible de l'inflation mesurée par l'indice de référence et des prix à la consommation du gaz naturel plus bas qu'escompté.

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent que les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en octobre, l'IPC global devrait gagner 2,0 % en 2011. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, 85 % des firmes sondées estiment que la hausse moyenne de l'IPC se maintiendra durant les deux prochaines années à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

Les conditions financières au Canada

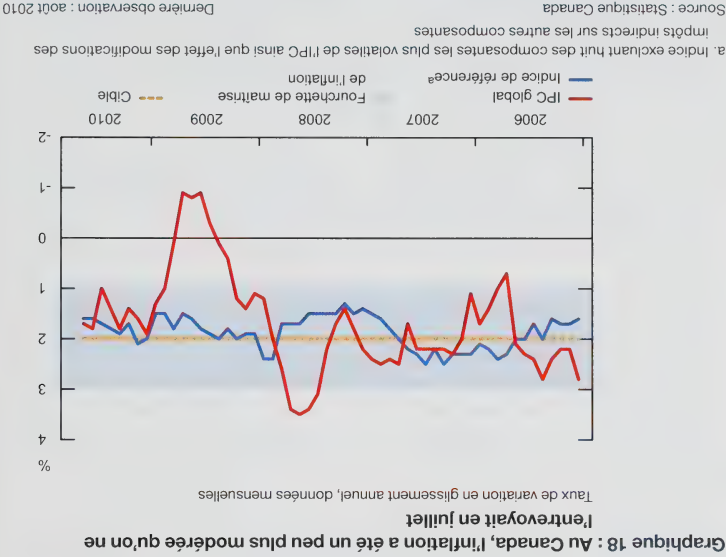
Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement avantageuses, et fournissent ainsi un soutien continu important à la reprise économique.

La baisse du rendement des obligations d'État et les écarts de taux étroits relatifs au financement des banques ont maintenu les coûts d'emprunt effectifs des ménages canadiens très peu élevés par rapport aux niveaux passés (Graphique 20), malgré les hausses du taux directeur. Grâce à ces faibles coûts d'emprunt, les crédits aux ménages ont poursuivi leur solide

3 La conséquence directe de ces modifications est une hausse temporaire de 0,7 point de pourcentage du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global au cours de la période allant de juillet 2010 à juin 2011.

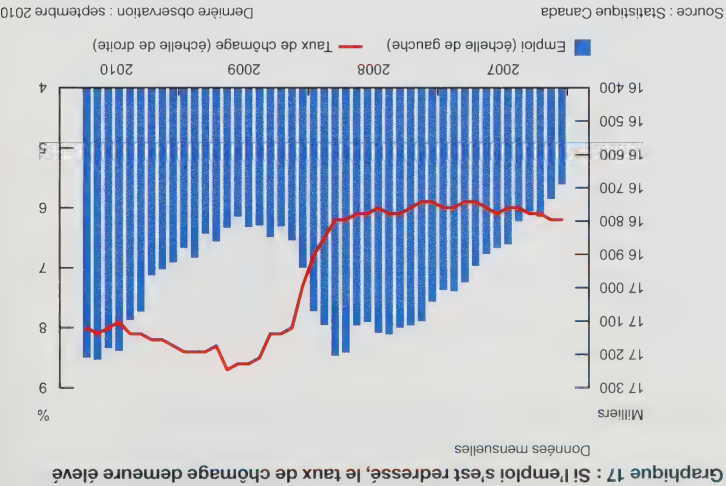
avantagées.

Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement

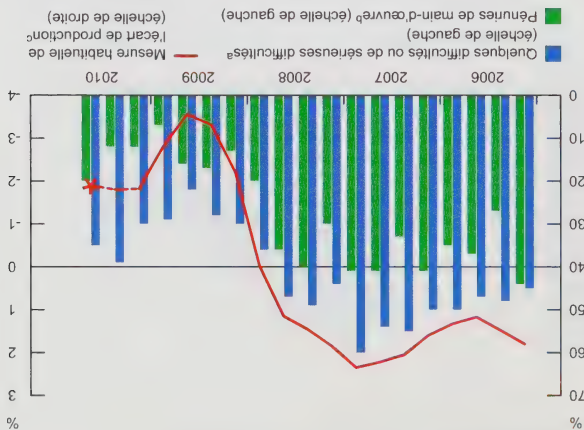


L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée près de 2 % jusqu'au début de 2010, avant de se replier légèrement ces derniers mois (**Graphique 18**). Le taux de variation sur douze mois de l'indice de référence s'est chiffré à 1,6 % en juillet et en août, un peu en deçà du niveau prévu par la Banque au moment de la parution du *Rapport de juillet*. La récente excédentaire considérable au sein de l'offre persistante de l'offre excédentaire et le fléchissement observé de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre de la croissance des coûts unitaires de la persistance de l'offre excédentaire considérable au sein de l'économie et le fléchissement observé de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre.

L'inflation et la cible de 2 %



Graphique 16 : L'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne reste



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sévères difficultés à répondre à une hausse attendue de la demande ou des ventes. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.

c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2010 (indiquée par l'astérisque) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,6 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada
Dernière observation : 2010T3

de -1,9 % (Graphique 16). De plus, selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne (voir la rubrique « Périodiques » dans le site Web de la Banque), la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande est demeurée inférieure à sa moyenne historique, affichant un léger recul par rapport à l'enquête de l'été.

Bien que l'économie ait récupéré les 400 000 emplois perdus durant la récession (Graphique 17), les entreprises ont davantage recours au travail à temps partiel. En partie à cause de cette situation, le nombre moyen d'heures travaillées est encore bien au-dessous du niveau enregistré avant la récession. Parallèlement, les résultats de l'enquête de l'automne sur les perspectives des entreprises indiquent que le pourcentage de firmes aux prises avec une pénurie de main-d'œuvre s'est accru au cours des derniers mois, mais qu'il reste de beaucoup inférieur à sa moyenne historique.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 3/4 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2010, ce qui correspond à une marge de capacités inutilisées un peu plus importante qu'elle ne l'avait estimé en juillet.

La Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1 3/4 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2010.

Révisions touchant la croissance de la production potentielle

Tableau 2-A : Taux d'accroissement postulés de la production potentielle^a

	2010	2011	2012	2013
Croissance de la production potentielle	1,5 (1,5)	1,8 (1,9)	2,0 (1,9)	2,1
Croissance tendancielle de la productivité du travail	0,6 (0,2)	0,9 (0,9)	1,1 (1,2)	1,3
Croissance tendancielle du facteur travail	1,0 (1,3)	0,9 (1,0)	0,9 (0,7)	0,8

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la livraison d'octobre 2009 du Rapport sur la politique monétaire.

Chaque année, en octobre, la Banque réexamine le sentiment de croissance de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Sa progression correspond en quelque sorte à la somme des taux d'accroissement tendanciels du facteur travail et de la productivité du travail.

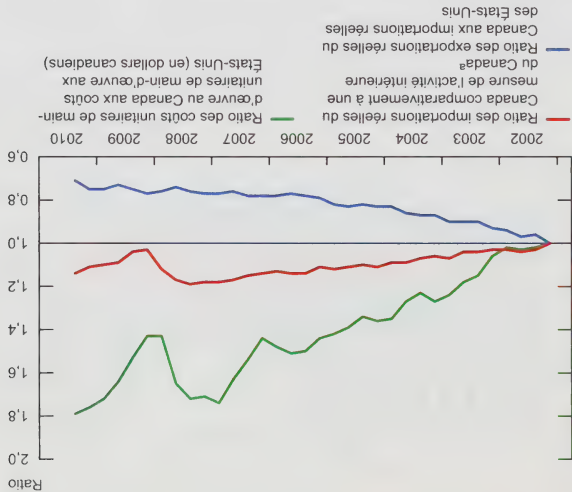
Le rythme d'augmentation de la production potentielle devrait passer graduellement de 1,6 % en 2010 à 2,1 % en 2013 (**Tableau 2-A**). Cette orientation à la hausse tient au relèvement prévu du taux de croissance tendanciel de la productivité du travail, alors qu'on anticipe plutôt un recul de celui du facteur travail entre 2010 et 2013.

L'accélération projetée de la croissance tendancielle de la productivité du travail traduit surtout la reprise forte et durable attendue des dépenses d'investissement. La Banque estime que le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail s'établira à 0,6 % cette année et qu'il augmentera régulièrement pour atteindre 1,3 % en 2013.

Le taux de croissance tendanciel du facteur travail devrait diminuer graduellement, passant de 1,0 % en 2010 à 0,8 % en 2013. Les facteurs démographiques continueront vraisemblablement de limiter le rythme de croissance soutenable du facteur travail, qui devrait ralentir au cours de la période de projection sous l'effet d'une augmentation moins rapide de

la population en âge de travailler. Il est probable que la pression à la baisse que le vieillissement de la population exerce sur la croissance tendancielle du facteur travail sera partiellement compensée par une légère hausse du taux d'activité induite par le ralentissement prévu de l'accumulation de la richesse. Ces tendances avaient déjà été prises en compte dans la projection relative à la production potentielle présentée en octobre 2009, mais l'estimation de leur importance a été revue. Pour 2010, le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail a fait l'objet d'une révision à la hausse, qui est contrebalancée en partie par la correction à la baisse du taux de croissance tendanciel du facteur travail. Pour 2012 cependant, le taux de croissance tendanciel du facteur travail a été révisé à la hausse en raison de la mise à jour des projections démographiques de Statistique Canada.

Graphique 15 : La détérioration de la compétitivité du Canada au cours des dernières années a eu des répercussions négatives sur la tenue du commerce extérieur canadien
Base 1,0 de l'indice : 2002T1, données trimestrielles



a. La mesure de l'activité intérieure au Canada correspond à la somme de la demande intérieure finale, des exportations et des investissements en stocks.
Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : 2010T2

La croissance de la production potentielle

investissements en stocks aux premier et deuxième trimestres ne se soit pas répétée. L'expansion au troisième trimestre a probablement été soutenue par la poursuite de la forte reprise des investissements des entreprises et un certain relèvement des dépenses publiques, alors que les données récentes portent à croire que les exportations nettes ont continué d'exercer un effet modérateur.

La Banque a modifié très légèrement le profil de croissance de la production potentielle au Canada, dans le cadre de son réexamen annuel approfondi (Note technique 2). Elle prévoit maintenant que le taux d'augmentation de la production potentielle s'accroîtra pour passer de 1,6 % en 2010 à 2,1 % en 2013. La croissance tendancielle de la productivité devrait s'améliorer en raison de la hausse des investissements et de la dissipation des effets négatifs de la restructuration dans certains secteurs, tandis que les forces démographiques continueront d'exercer des pressions à la baisse sur le taux de croissance tendanciel du facteur travail.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Divers indicateurs de la capacité donnent à penser qu'il subsiste une marge considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne. Les capacités excédentaires ont diminué sensiblement entre le sommet atteint au troisième trimestre de 2009 et la première partie de cette année, mais elles se sont accrues quelque peu ces derniers mois.
D'après la mesure dont se sert habituellement la Banque, l'écart de production s'est légèrement creusé au troisième trimestre, pour se situer aux alentours

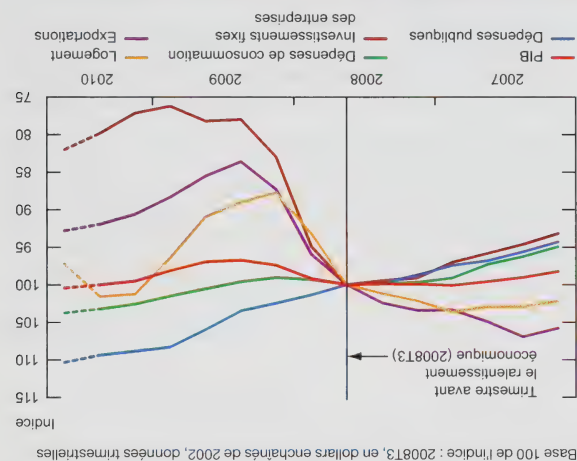
La Banque prévoit maintenant que le taux d'augmentation de la production potentielle s'accroîtra pour passer de 1,6 % en 2010 à 2,1 % en 2013.

La Banque estime que l'expansion du PIB réel a décéléré légèrement au troisième trimestre pour s'établir à un taux annuel de 1,6 %.

La Banque estime que l'expansion du PIB réel a décéléré légèrement au troisième trimestre pour s'établir à un taux annuel de 1,6 %, en raison d'un apport plus faible de la consommation des ménages à la croissance et d'une baisse notable des investissements dans le logement. On s'attend en outre à ce que l'importante contribution à la croissance fournie par les

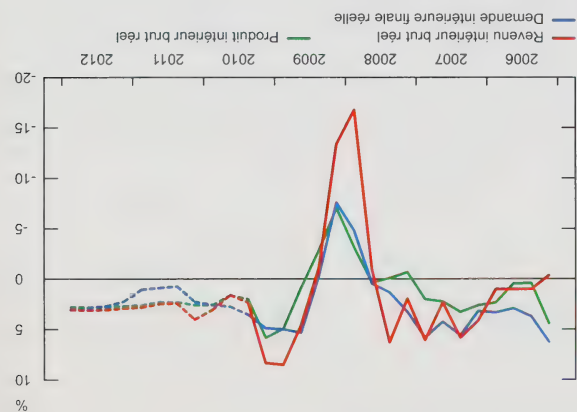
d'œuvre relatifs s'étant accrus (Graphique 15), les coûts unitaires de main-entreprises et l'accroissement des stocks. La détérioration récente du solde commercial en termes réels témoigne également d'une dégradation de la compétitivité du Canada ces dernières années, les coûts unitaires de main-

Nota : Les chiffres relatifs au troisième trimestre de 2010 sont des estimations de la Banque du Canada. Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada.



Graphique 14 : Soutien par les dépenses des ménages et des administrations publiques, le PIB réel a remonté au sommet atteint avant la récession

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada



Taux de croissance trimestriel annuel

Les perspectives de l'économie canadienne ont changé. Celle-ci entame une période de croissance plus modeste.

Les perspectives de l'économie canadienne ont changé. Celle-ci entame une période de croissance plus modeste, après l'expansion robuste de la demande intérieure, depuis le milieu de 2009, qui a permis à la production et à l'emploi de remonter aux niveaux observés avant la crise. La composition de la demande au Canada devrait se déplacer des dépenses des ménages et des administrations publiques vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. La vigueur de ces dernières sera sensible aux mouvements de change, au regain de croissance attendu de la productivité et aux perspectives d'évolution de la demande extérieure. Comme les conditions financières avantagées continueraient de fournir un soutien, la croissance économique devrait être suffisante pour résorber les capacités excédentaires, quoique à un rythme plus graduel qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport* de juillet. Par conséquent, la Banque prévoit maintenant un profil légèrement plus modéré de l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection.

L'évolution récente L'activité économique

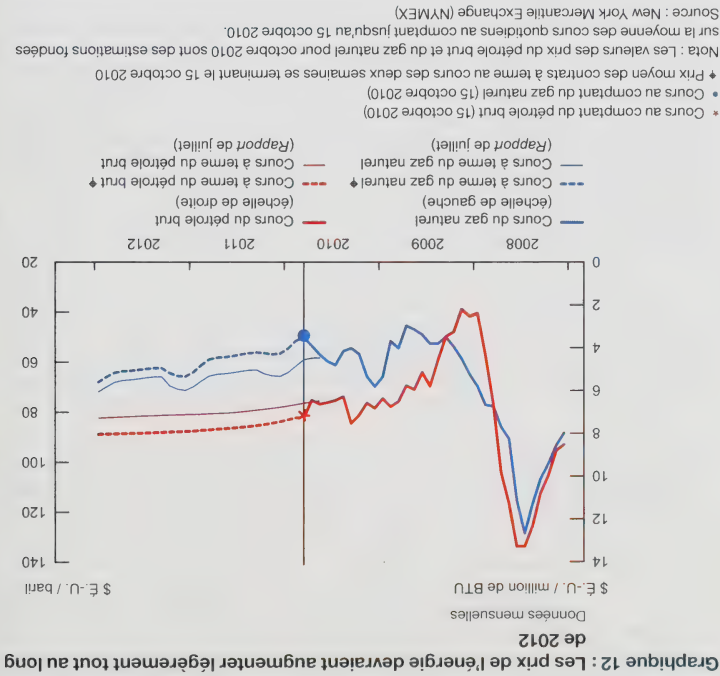
La croissance du PIB réel canadien a ralenti pour se situer à 2,0 % (en rythme annualisé) au deuxième trimestre, soit une décélération plus prononcée qu'on ne l'envisionnait en juillet (**Graphique 13**). Cette croissance a eu pour effet de ramener le PIB réel à son niveau d'avant la récession, à la faveur du dynamisme des dépenses des ménages et des administrations publiques (**Graphique 14**).

La croissance du PIB réel canadien a ralenti pour se situer à 2,0 % au deuxième trimestre.

La consommation des ménages et les investissements dans le logement au deuxième trimestre ont été alimentés par une nouvelle amélioration du marché du travail, et la croissance du revenu disponible des particuliers a bénéficié de l'impulsion supplémentaire fournie par les remboursements d'impôt inhabituellement élevés. Les consommateurs ont également continué à tirer profit des conditions du crédit exceptionnellement favorables, ce qui a eu pour conséquence de propulser l'endettement des ménages à des sommets inégalés.

Après une période de repli marqué et une reprise retardée, le rebond des investissements des entreprises s'est enfin accéléré au deuxième trimestre, grâce à une nette augmentation des dépenses en machines et matériel. Les entreprises ont aussi réapprovisionné leurs stocks, les portant à des niveaux qui concordent davantage avec les ventes.

Les exportations nettes ont limité la croissance au deuxième trimestre, du fait que les importations ont été stimulées par la vigueur des investissements des



locaux destinés au commerce de détail. Le raffermissement de la demande extérieure de biens et de services américains, provoqué par une nouvelle dépréciation attendue du dollar E.-U., devrait soutenir l'expansion des exportations nettes au cours de la période de projection.

Dans la zone euro, on prévoit que la reprise sera modeste en 2011 et 2012, car elle sera freinée par l'assainissement des finances publiques et l'appréciation de l'euro. La croissance dans les grandes économies d'Europe sera largement fonction de la demande d'exportations. Celle des économies périphériques devrait être bridée par la hausse des coûts de financement et les importants ajustements budgétaires.

Au Japon, la progression de la demande intérieure devrait être plus faible qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport* de juillet, même si un certain redressement demeure probable, à mesure que les conditions s'amélioreront sur le marché du travail. Selon les projections, les exportations nettes seront encore le principal moteur de la croissance jusqu'à la fin de 2012, compte tenu de la vigueur de la demande extérieure, émanant surtout d'Asie.

En Chine, le taux d'augmentation du PIB réel devrait se rapprocher graduellement du taux tendanciel de 8 à 9 % durant la période de projection, du fait du retrait des stimulants budgétaires et de l'effet restrictif des mesures de politique prises pour ralentir l'activité sur le marché du logement. Le déplacement progressif de la demande de l'investissement vers la consommation devrait se poursuivre, grâce à la hausse des salaires et à la modeste appréciation attendue de la monnaie chinoise.

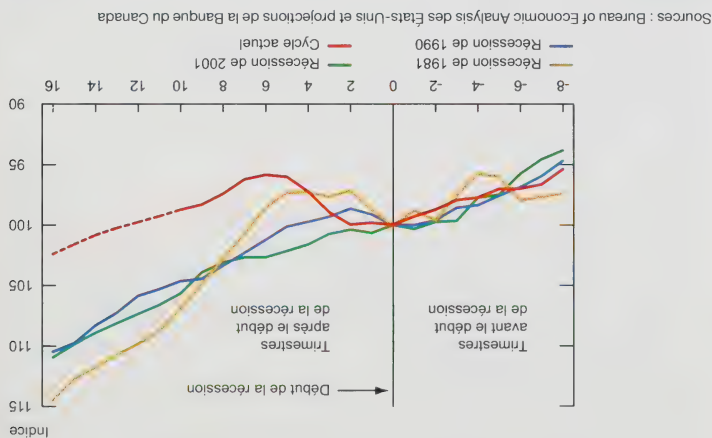
On anticipe un ralentissement graduel de la progression du PIB réel dans d'autres économies de marché émergentes, étant donné le retrait des mesures de relance budgétaire et, dans certains cas, le resserrement de la politique monétaire en réaction aux pressions inflationnistes.

L'indice des prix des produits de base de la Banque devrait monter pendant la période de projection. On prévoit que les prix des produits de base non énergétiques augmenteront jusqu'à la fin de 2012, mais à un niveau plus faible que celui postulé au moment de la parution du *Rapport* de juillet, conformément à la révision à la baisse des projections de la Banque relatives à la demande mondiale. La trajectoire attendue des prix du gaz naturel pendant la période de projection (comme l'illustre la courbe la plus récente des cours à terme) a aussi été revue à la baisse, en raison du recul de la demande aux États-Unis et de la persistance de l'offre excédentaire sur le marché. La courbe la plus récente des cours à terme du pétrole brut laisse toutefois entrevoir que les prix seront plus élevés qu'on ne l'anticipait auparavant (Graphique 12).

L'indice des prix des produits de base de la Banque devrait monter pendant la période de projection.

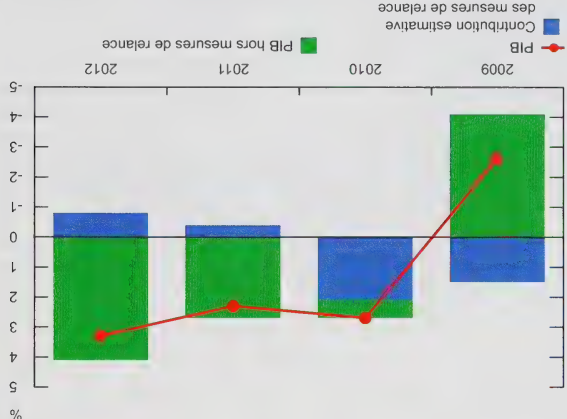
Graphique 10 : La croissance du PIB aux États-Unis devrait rester anémique par rapport aux reprises précédentes

Évolution du produit intérieur brut réel américain sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Graphique 11 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent actuellement la croissance aux États-Unis, mais la demande du secteur privé devrait devenir plus durable dans les années à venir

Données annuelles



Les entreprises américaines devraient accroître leur embauche et leurs investissements en matériel et en logiciels.

Sous réserve de la poursuite de la reprise et d'un regain de confiance, les entreprises américaines devraient accroître leur embauche et leurs investissements en matériel et en logiciels. Cette évolution sera favorisée par les bilans solides des entreprises, de faibles coûts de financement et une légère amélioration des conditions du crédit, en particulier pour les petites et moyennes entreprises. La croissance des investissements dans la construction devrait être plus lente toutefois que celle des investissements en matériel et en logiciels, étant donné le niveau élevé d'occupation des bureaux et des

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme plus graduel qu'on ne le prévoyait auparavant (**Tableau 1**). On s'attend à ce que la croissance dans les économies avancées ralentisse au cours de la prochaine année, sous l'effet du retrait des mesures de relance budgétaire et de la faible progression de la demande privée, alors que les économies émergentes devraient ralentir et se rapprocher de taux de croissance plus soutenables pendant la période de projection. Les mesures prises par les décideurs pour limiter les entrées de capitaux et éviter les mouvements de change entravent le déplacement de la demande des économies avancées vers les économies de marché émergentes, lequel est essentiel à une reprise durable.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)		Ensemble du monde	
	2010	2011	2012	2012
États-Unis	2,7 (2,9)	2,3 (3,0)	3,3 (3,5)	20
	1,7 (1,0)	1,1 (1,2)	1,7 (2,3)	15
	2,9 (3,3)	1,3 (1,5)	2,3 (2,5)	6
	10,3 (10,3)	9,0 (9,2)	8,9 (8,7)	13
	5,2 (5,1)	3,6 (3,8)	3,5 (3,6)	46
Autres pays	4,7 (4,6)	3,5 (3,8)	3,8 (4,0)	

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2009.
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans le livraison de juillet 2010 du Rapport sur la politique monétaire.
Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2010

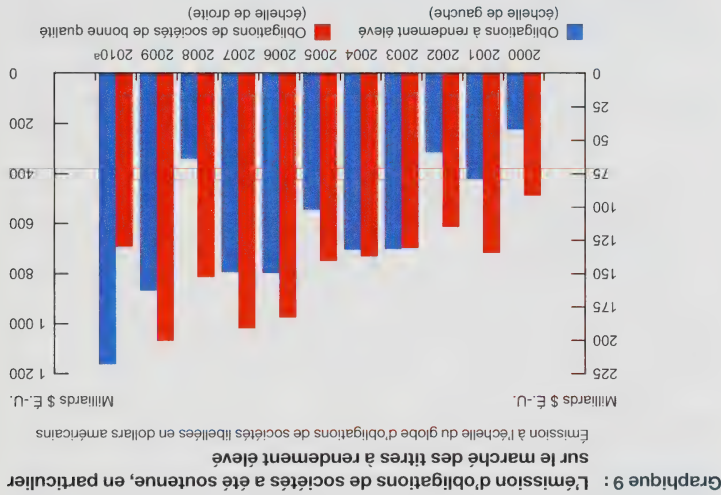
La Banque s'attend depuis longtemps à ce que la reprise aux États-Unis soit plus lente que durant les cycles d'après-guerre précédents (**Graphique 10**), ce qui est conforme à l'évolution observée par le passé à la suite de crises financières. Même si l'on prévoit toujours que la progression modeste de la demande intérieure privée vienne plus que contrebalancer l'effet modérateur provoqué par le retrait des mesures de relance budgétaire, les perspectives de croissance de l'économie américaine sont dans l'ensemble moins prometteuses qu'on ne l'entrevoit dans le Rapport de juillet. Cela est attribuable au redressement retardé du marché américain du travail, à la faiblesse prolongée du marché du logement et à un apport un peu plus modeste des exportations. La croissance des dépenses des ménages devrait se faire graduellement et être soutenue par une légère intensification du rythme de création d'emplois, même si les ménages continuent de gérer les pressions s'exerçant sur leur bilan en maintenant un taux d'épargne élevé. En outre, la consommation sera encore influencée par les décisions en matière de politique budgétaire ainsi que par l'évolution du marché du logement, au sein duquel un brusque rebond à court terme semble peu probable malgré le recul prononcé des prix et des mises en chantier.

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme plus graduel qu'on ne le prévoyait auparavant.

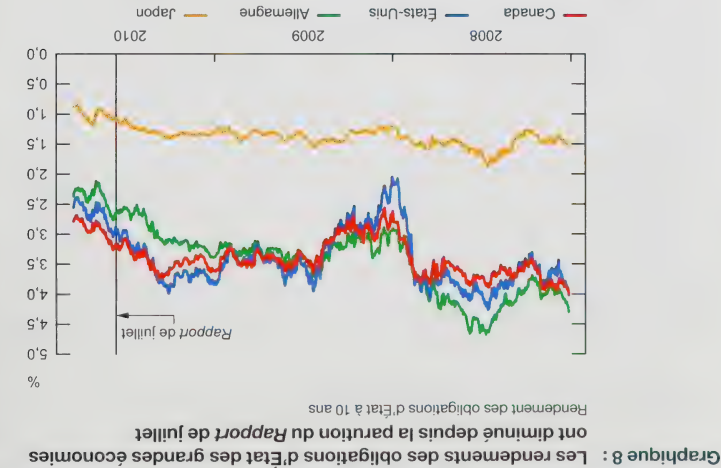
et au Japon au deuxième trimestre de 2010, ce qui représente une modeste détente par rapport au resserrement observé ces deux dernières années. Par contre, les banques de la zone euro ont durci les modalités de prêt aux entreprises.

Les économies de marché émergentes ont enregistré de fortes entrées de capitaux, les investisseurs étant en quête de rendements plus élevés. Les décideurs publics de certains de ces pays se sont attachés de plus en plus à restreindre l'incidence de cet afflux de capitaux sur leur monnaie et leur économe. En limitant les mouvements de capitaux, ces actions pourraient accroître la volatilité sur les marchés financiers et intensifier les tensions commerciales.

a. Depuis le début de 2010
Source : Bloomberg
Dernière observation : 15 octobre 2010

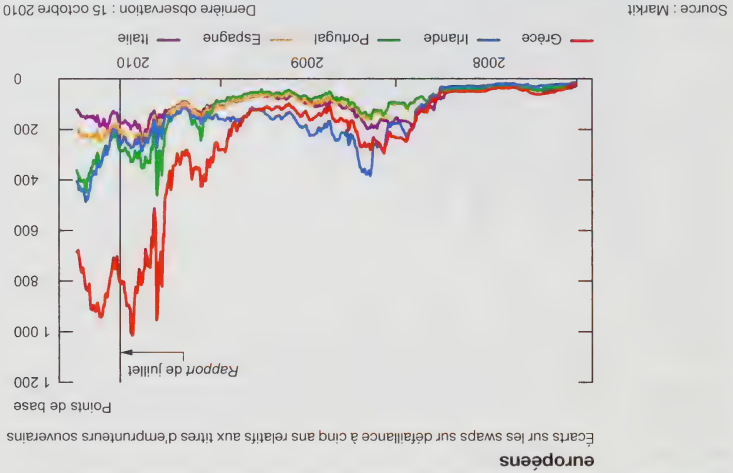


Source : Bloomberg
Dernière observation : 15 octobre 2010



Dans l'ensemble, les conditions sur les marchés financiers mondiaux sont très expansionnistes. Les taux d'emprunt se situent à des creux historiques ou près de ceux-ci dans certains pays, et l'accès aux marchés de capitaux demeure ouvert à une vaste gamme de sociétés émettrices financières et non financières. L'attention des marchés étant focalisée sur la vigueur et la durabilité de la reprise à l'échelle du globe, les préoccupations d'ordre macroéconomique ont dominé celles de nature idiosyncrasique, ce qui a entraîné des corrélations plus grandes entre les prix des actifs. Les inquiétudes subsistent au sujet des finances publiques et du secteur bancaire de quelques pays de l'Europe périphérique, et un choc négatif risquerait de provoquer des tensions renouvelées sur les marchés financiers internationaux (Graphique 7). Les pressions accrues sur les marchés des changes et les risques liés aux déséquilibres mondiaux croissants sont devenus une importante source de vulnérabilité.

Graphique 7 : Les écarts de crédit demeurent élevés dans certains pays



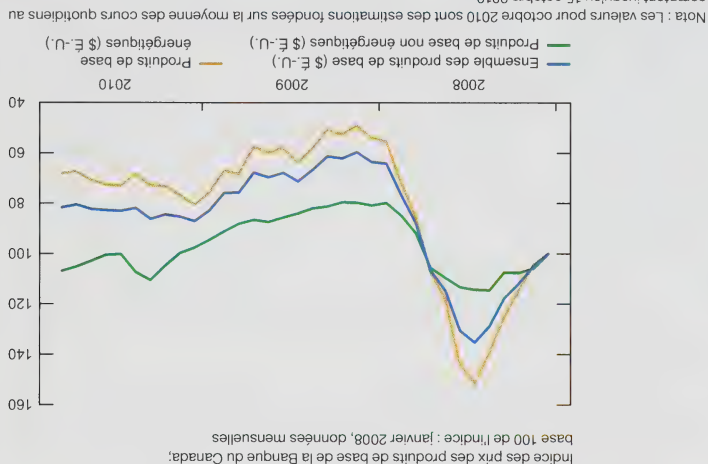
Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées ont reculé sensiblement depuis juillet (Graphique 8). En raison de l'assombrissement des perspectives concernant la croissance et l'inflation, les marchés s'attendent à ce que les taux directeurs soient maintenus à des niveaux très bas pendant une période plus longue qu'escompté précédemment et à ce que certains pays aient à recourir à de nouvelles mesures non traditionnelles pour stimuler la demande.

À l'échelle internationale, les cours des actions ont monté depuis la parution du *Rapport* en juillet, tandis que les écarts de rendement sur obligations de sociétés se sont légèrement resserrés. La demande de ces titres demeure très forte, comme l'illustrent leurs rendements historiquement bas et le niveau record des émissions d'obligations en dollars É.-U. à rendement élevé (Graphique 9).

Les conditions d'octroi de prêts bancaires ont évolué dans des sens différents d'une économie avancée à l'autre. Les résultats d'enquêtes indiquent que les conditions du crédit se sont assouplies quelque peu aux États-Unis

Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées ont reculé sensiblement depuis juillet.

Graphique 6 : Les prix de l'énergie ont fléchi, alors que ceux des produits de base non énergétiques ont progressé



L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a reculé de quelque 4 % depuis la parution du *Rapport* en juillet (**Graphique 6**). Les cours du pétrole brut sont plus élevés, mais ceux du gaz naturel ont chuté considérablement du fait des conditions météorologiques et de l'offre excédentaire. Les prix des produits de base non énergétiques ont grimpé d'environ 5 % durant la même période et, dans certains cas, ont touché les sommets atteints récemment. La forte demande en provenance des économies de marché émergentes et l'intérêt grandissant des investisseurs ont soutenu les cours des métaux, alors que les conditions météorologiques ont entraîné un renchérissement des produits agricoles.

La croissance du PIB réel de la Chine est demeurée solide, avoisinant les 10 % aux deuxième et troisième trimestres. Bien que les effets des stimulants budgétaires mis en place durant la récession aient commencé à s'estomper et que les actions menées pour modérer l'activité dans le marché du logement se soient mises à faire sentir leurs effets, la hausse des investissements et de la consommation est restée robuste. Les exportations nettes, par contre, n'ont contribué que modestement à la progression du PIB durant cette période, car tant les importations que les exportations ont augmenté rapidement.

Leurs politiques monétaire et budgétaire et sont intervenues sur les marchés des changes, ce qu'elles n'avaient pas fait depuis six ans. Elles ont proposé récemment un nouveau programme de relance budgétaire qui vise à stimuler la demande intérieure au moyen d'incitatifs à la consommation, de nouveaux projets d'infrastructure et de dispositifs d'aide à l'emploi.

La croissance du PIB réel de la Chine est demeurée solide, avoisinant les 10 % aux deuxième et troisième trimestres.

Sources : National Association of Realtors et département du Commerce américain



Au Japon, la progression du PIB réel a ralenti de manière prononcée, pour se chiffrer à 1,5 % au deuxième trimestre, et les données récentes laissent augurer une faible croissance au troisième trimestre. Les mesures adoptées pour encourager la demande intérieure semblent avoir un léger effet positif, bien que le chômage reste relativement élevé. Les autorités japonaises ont pris de nouvelles mesures pour stimuler la croissance et alléger les pressions qui s'exercent sur leur monnaie; notamment, elles ont assoupli davantage

La croissance du PIB réel dans la zone euro s'est vivement accélérée au deuxième trimestre, atteignant 3,9 %. Cependant, des indicateurs récents laissent entrevoir un rythme d'expansion plus modéré au troisième trimestre. L'activité dans les grandes économies d'Europe s'est nettement redressée, grâce à la vigueur des exportations. Les pays périphériques ont, quant à eux, enregistré une faible expansion de leur PIB réel et un chômage élevé. Les mesures prises par les gouvernements pour améliorer la viabilité des finances publiques ont atténué les craintes d'une crise majeure de la dette en Europe, mais un ajustement structurel considérable reste à réaliser.

Considérés ensemble, ces facteurs permettent de croire que le redressement de la demande intérieure privée aux États-Unis sera plus graduel que postulé dans le *Rapport* de juillet.

Aux États-Unis, les investissements des entreprises dans la construction demeurent également déprimés, en raison des hauts taux d'occupation. Par contre, la progression des investissements en équipement et en logiciels demeure vigoureuse, puisque les entreprises s'emploient à remplacer le capital qui s'était déprécié pendant la récession ainsi qu'à améliorer la productivité.

Ensemble, ces facteurs permettent de croire que le redressement de la demande intérieure privée aux États-Unis sera plus graduel que postulé dans le *Rapport* de juillet.

Les mesures prises par les gouvernements pour améliorer la viabilité des finances publiques ont atténué les craintes d'une crise majeure de la dette en Europe, mais un ajustement considérable reste à réaliser.

Le marché résidentiel américain a fait montre d'un nouvel affaiblissement.

La dynamique du marché du travail au Canada et aux États-Unis

Note technique 1

L'emploi a rebondi beaucoup plus fortement au Canada qu'aux États-Unis au cours de la reprise. En effet, le Canada a regagné la totalité des 400 000 emplois perdus pendant la récession, alors que les États-Unis n'ont retrouvé qu'environ un cinquième des emplois disparus (Graphique 1-A)¹. Le taux de chômage américain s'est accru sensiblement depuis 2007, malgré une chute appréciable du taux d'activité, car le chômage de longue durée demeure élevé (Graphique 1-B). Le haut taux de chômage au Canada résulte à la fois du redressement cyclique du taux d'activité et de l'augmentation générale de la population en âge de travailler.

Les gains réalisés au Canada au chapitre de l'emploi ont été concentrés dans le secteur public plutôt que dans le secteur privé, et ils ont surtout concerné des postes à temps partiel². Ces circonstances, entre autres, expliquent que le nombre d'heures travaillées n'ait pas cru autant que l'emploi durant la reprise. Mais, signe encourageant, les nouveaux emplois ont eu tendance à apparaître dans les secteurs où la rémunération est supérieure à la moyenne, par exemple celui des services professionnels.

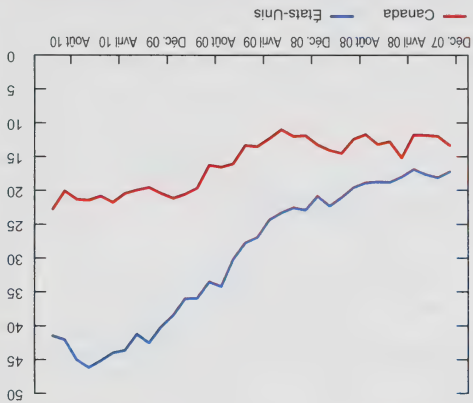
On prévoit que plusieurs facteurs continueront de modérer la croissance du revenu du travail au Canada, dont le retrait des mesures de relance budgétaire, les limitations de la masse salariale annoncées par divers gouvernements et la lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées.

Aux États-Unis, le redressement des heures travaillées a été plus rapide que celui de l'emploi, mais la léthargie générale du marché du travail est demeurée une forte entrave à la reprise de l'économie. La reconstruction d'industries majeures, telles celles de l'automobile, des services financiers et de la construction, a multiplié les pertes d'emplois, et il est probable que les difficultés d'emprunt des petites et moyennes entreprises continueront de freiner la création d'emplois. Les mesures de relance budgétaire tirant à leur fin, un redémarrage durable de la demande du secteur privé devra être soutenu par un marché du travail plus robuste et une croissance plus vigoureuse du revenu du travail.

- 1 Les chiffres avancés sont issus d'enquêtes menées auprès des ménages canadiens et américains. Les données tirées d'enquêtes auprès des entreprises indiquent une remontée plus lente de l'emploi dans les deux pays.
- 2 Le secteur public regroupe l'éducation, la santé et les services sociaux de même que l'administration publique.

Graphique 1-B : Chômage de longue durée (au moins 27 semaines) en pourcentage du chômage total

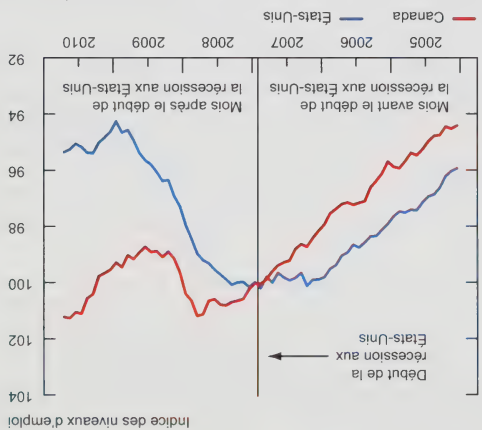
Données mensuelles^a



a. La série de données relative au Canada n'est pas désaisonnalisée.

Sources : Statistique Canada et Bureau of Labor Statistics des États-Unis

Dernière observation : septembre 2010



Base 100 de l'indice : 2007¹⁴

Indice des niveaux d'emploi

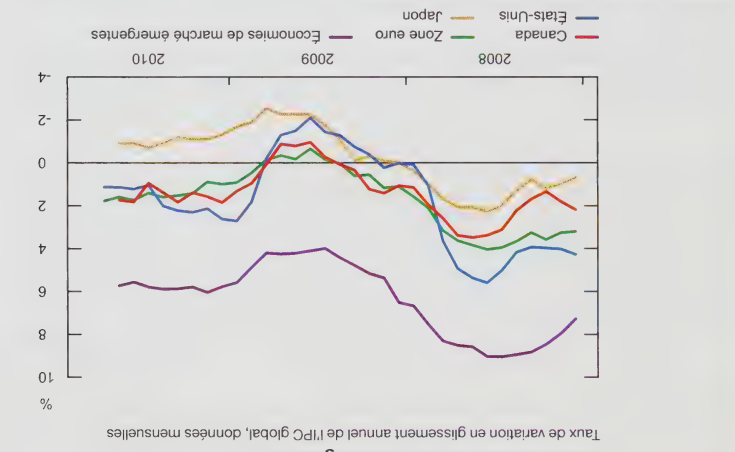
Graphique 1-A : Niveaux d'emploi au Canada et aux États-Unis

Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, National Bureau of Economic Research (pour l'établissement des dates relatives aux cycles économiques aux États-Unis) et calculs de la Banque du Canada

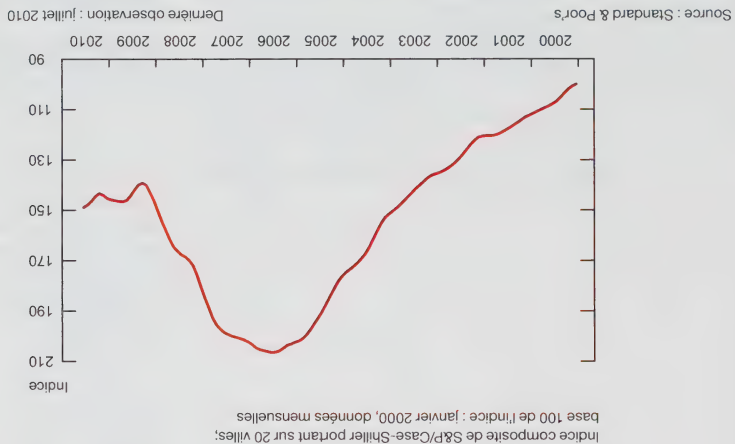
Dernière observation : septembre 2010

des prix des maisons (Graphique 4), qui a laissé une proportion considérable de propriétaires de maisons hypothéquée en situation de valeur nette négative. Sur une note plus positive, les données révisées des comptes nationaux américains indiquent que le taux d'épargne des particuliers s'est accru plus rapidement qu'on ne l'estimait précédemment, soit à un niveau cadrant avec un retour graduel de la richesse des ménages américains vers les moyennes historiques². Si les taux d'épargne se maintiennent près de leurs niveaux actuels (c'est-à-dire s'il n'y a pas d'autre choc de confiance), le rythme de progression de la consommation avoisnera celui des revenus.

Graphique 3 : Les pressions inflationnistes demeurent limitées dans les grandes économies avancées mais s'intensifient dans bon nombre d'économies de marché émergentes



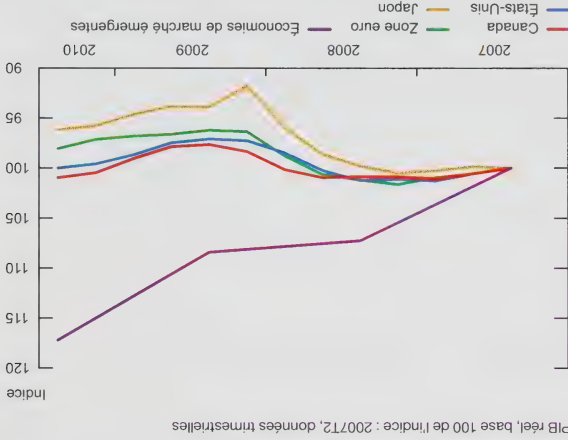
Graphique 4 : Les prix des logements aux États-Unis ont chuté considérablement depuis le sommet atteint en juillet 2006 et ne sont pas encore relevés



² Le taux d'épargne moyen des deux dernières années est estimé à 5,4 % du revenu disponible, contre 3,7 % selon les données non révisées.

1 Les dernières révisions annuelles exhaustives des comptes nationaux américains montrent que la récession a été plus profonde que ce qui avait été signalé à l'origine. Le recul du PIB réel entre le sommet et le creux du cycle est maintenant estimé à 4,1 %, contre 3,8 % avant révision. La reprise a également été plus faible que ne l'indiquaient les chiffres initialement, la perte de production survenue pendant la récession qui avait été récupérée au premier trimestre de 2010 ne s'établissant pas à 66 % comme le donnait à penser les premières données, mais à seulement 60 % environ.

Nota : Les courbes sont construites à partir des données de tous les trimestres dans le cas des économies avancées et des seules données des deuxièmes trimestres dans celui des économies de marché émergentes. Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat, Bureau de statistique du Japon et Fonds monétaire international. Dernière observation : 2010T2



Graphique 2 : Les économies de marché émergentes continuent d'être le moteur de la croissance mondiale

(Note technique 1). De plus, les bilans des ménages sont soumis aux tensions découlant de niveaux d'endettement élevés et de la chute spectaculaire de l'activité s'est affaiblie de façon marquée dans les pays périphériques. Les grandes économies avancées, mais s'intensifiaient dans les pays émergents (Graphique 3).

L'évolution récente fait ressortir des écarts importants entre les régions au titre de la croissance économique tendancielle. La reprise s'est ralentie aux États-Unis et au Japon, alors même que l'essor de l'activité est encore vigoureux dans la plupart des économies de marché émergentes (Graphique 2). Si la croissance s'est raffermie dans les grandes économies d'Europe, les pressions inflationnistes sous-jacentes demeurent modérées dans les grandes économies avancées, mais s'intensifiaient dans les pays émergents.

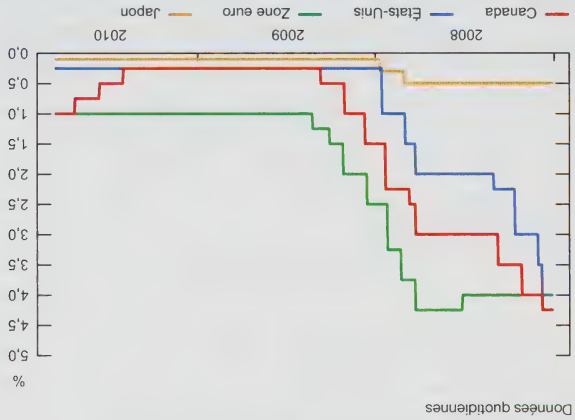
La reprise s'est ralentie aux États-Unis et au Japon, alors même que l'essor de l'activité est encore vigoureux dans la plupart des économies de marché émergentes.

L'évolution récente

demande, facilité par une flexibilité accrue des taux de change. À l'heure actuelle, ces ajustements se manifestent par des pressions inflationnistes divergentes plutôt que par des mouvements de change, ce qui pourrait prolonger et compliquer la reprise.

La reprise mondiale entre dans une nouvelle phase. La croissance économique à l'échelle du globe a été favorisée jusqu'à maintenant par l'adoption rapide de mesures massives de relance monétaire et budgétaire dans les économies avancées et le dynamisme constant des économies de marché émergentes. Alors que les stimulants budgétaires sont éliminés de par le monde, on s'attend à ce que la demande privée devienne suffisamment solide pour soutenir une reprise modeste. Toutefois, dans l'ensemble, les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont plus faibles, ce qui tient aux grandes forces que constituent les réductions des leviers d'endettement des ménages, des banques et des pays souverains. Aux États-Unis, afin d'assainir leurs bilans et de reconstituer leur richesse. Dans les pays de l'Europe périphérique, l'ajustement budgétaire nécessaire vient juste de commencer. Dans ce contexte, les autorités monétaires de nombreuses économies avancées garderont probablement les taux directeurs à des niveaux historiquement bas pendant une longue période (**Graphique 1**) et, dans certains cas, pourraient adopter de nouvelles mesures de relance. Pour que la reprise mondiale soit durable, il faudra un plus grand déplacement de la

Graphique 1 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques dans la plupart des économies avancées



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusqu'ici. La Réserve fédérale des États-Unis applique, de la même façon, une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008. Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon. Dernière observation : 15 octobre 2010.

La reprise mondiale entre dans une nouvelle phase.

Dans l'ensemble, les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont plus faibles, ce qui tient aux grandes forces que constituent les réductions des leviers d'endettement des ménages, des banques et des pays souverains.

tant le taux d'augmentation de l'IPC global que celui de l'indice de référence convergeront à 2 % d'ici la fin de 2012, à la faveur de la resorption graduelle de l'offre excédentaire dans l'économie et des attentes d'inflation qui demeurent fermement ancrées.

Ces projections demeurent entachées de risques considérables, et la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. Les trois principaux risques à la hausse sont liés à la montée prévue des cours des produits de base, à une reprise de l'économie américaine qui serait plus vigoureuse qu'anticipé et à la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages. Ces risques à la hausse en matière d'inflation sont contrebalancés par trois risques à la baisse ayant trait à la compétitivité du Canada sur la scène internationale, aux perspectives de croissance de l'économie mondiale et à la possibilité d'une correction plus prononcée dans le marché canadien du logement.

Le 8 septembre 2010, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 1/4 de point de pourcentage pour le porter à 1 %. Le 19 octobre 2010, elle a maintenu le taux à 1 %. Le taux officiel d'escompte demeure à 1 1/4 %, et le taux de rémunération des dépôts, à 3/4 %. Cette décision laisse en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte caractérisé par une offre excédentaire importante au Canada.

En cette période de transition de la reprise mondiale et étant donné l'affaiblissement des perspectives aux États-Unis, les contraintes qui commencent à modérer la croissance des économies de marché émergentes et les considérations internes qui devraient ralentir la consommation et l'activité dans le secteur du logement au Canada, toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin.

La reprise mondiale entre dans une nouvelle phase. Dans les économies avancées, les facteurs temporaires favorisant la croissance en 2010 — tels que le cycle des stocks et la demande refoulée — ont déjà fait sentir leurs effets en grande partie, et les stimulants budgétaires feront place à l'assainissement budgétaire pendant la période de projection. Même si la Banque prévoit que la demande privée dans les économies avancées se raffermira suffisamment pour soutenir la reprise, elle s'attend à ce que la conjonction de la dynamique difficile sur le marché du travail et de la réduction du levier d'endettement en cours dans bon nombre de ces économies modère le rythme de la croissance par rapport à celui qui était projeté. Ces éléments donneront lieu à une reprise plus faible qu'escompté, en particulier aux États-Unis. L'expansion des économies de marché émergentes devrait ralentir et s'établir à une cadence plus soutenable, à mesure que les politiques budgétaires et monétaires seront resserrées. Les tensions accrues sur les marchés des changes et les risques connexes associés aux déséquilibres mondiaux pourraient se traduire par une reprise plus lente et plus difficile à l'échelle du globe.

Les perspectives de l'économie canadienne ont changé. La Banque estime que la reprise économique sera plus graduelle qu'elle ne l'avait projeté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire* et que la croissance de l'économie s'établira à 3,0 % en 2010, à 2,3 % en 2011 et à 2,6 % en 2012. Ce profil de croissance plus modeste reflète une reprise mondiale plus graduelle et un profil plus modéré des dépenses des ménages. Étant donné que l'activité recule nettement dans le secteur du logement comme prévu, et que les considérations liées à la dette des ménages gagnent en importance, la Banque s'attend à ce que la progression des dépenses des ménages ralentisse pour se rapprocher du taux d'augmentation des revenus au cours de la période de projection. Dans l'ensemble, la composition de la demande au Canada devrait se déplacer des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. La vigueur de ces dernières sera sensible aux mouvements de change, au regain de croissance attendu de la productivité et aux perspectives d'évolution de la demande extérieure.

L'inflation au Canada a été légèrement inférieure à la projection de juillet de la Banque. La modération récente de l'inflation mesurée par l'indice de référence cadre avec la persistance d'une offre excédentaire importante et le ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. La Banque juge que l'écart de production est un peu plus marqué et que l'économie retournera à son plein potentiel d'ici la fin de 2012, plutôt qu'au début de cette année-là comme elle l'avait anticipé en juillet. Les perspectives en matière d'inflation ont été révisées à la baisse et on prévoit maintenant que

Table des matières

1	Vue d'ensemble	
3	L'économie mondiale	
4	L'évolution récente	
9	L'évolution des marchés financiers mondiaux	
11	Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	
15	L'économie canadienne	
15	L'évolution récente	
15	L'activité économique	
17	La croissance de la production potentielle	
17	L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	
20	L'inflation et la cible de 2 %	
21	Les conditions financières au Canada	
23	Le taux de change	
24	Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	
24	L'offre et la demande globales	
28	La projection en matière d'inflation	
31	Les risques entourant les perspectives	
6	La dynamique du marché du travail au Canada et aux États-Unis	
18	Révisions touchant la croissance de la production potentielle	
27	L'investissement et la reprise	
Notes techniques		

La reprise mondiale entre dans une nouvelle phase. La partie la plus facile est maintenant derrière nous.

— Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
30 septembre 2010
Windsor (Ontario)



BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2010

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, TIFF MACKLEEM, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE, JEAN BOIVIN ET AGATHE CÔTÉ.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

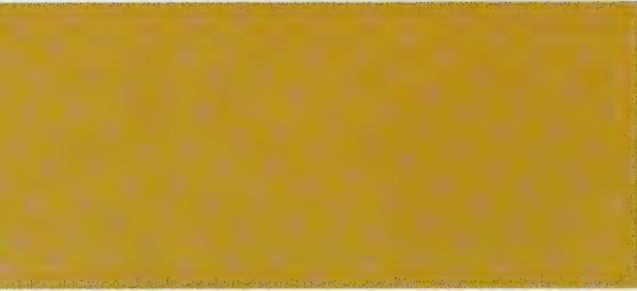
* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la Revue de la Banque du Canada.



BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2010



11
J 73
56



Monetary Policy Report Summary

October 2010

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 15 October 2010.

The global economic recovery is entering a new phase. In advanced economies, temporary factors supporting growth in 2010—such as the inventory cycle and pent-up demand—have largely run their course and fiscal stimulus will shift to fiscal consolidation over the projection horizon. While the Bank expects that private demand in advanced economies will become sufficiently entrenched to sustain the recovery, the combination of difficult labour market dynamics and ongoing deleveraging in many advanced economies is expected to moderate the pace of growth relative to prior expectations. These factors will contribute to a weaker-than-projected recovery in the United States in particular. Growth in emerging-market economies is expected to ease to a more sustainable pace as fiscal and monetary policies are tightened. Heightened tensions in currency markets and related risks associated with global imbalances could result in a more protracted and difficult global recovery.

The economic outlook for Canada has changed. The Bank expects the economic recovery to be more gradual than it had projected in its July *Monetary Policy Report*, with growth of 3.0 per cent in 2010, 2.3 per cent in 2011, and 2.6 per cent in 2012. This more modest growth profile reflects a more gradual global recovery and a more subdued profile for household spending. With housing activity declining markedly as anticipated and household debt considerations becoming more important, the Bank expects household expenditures to decelerate to a pace closer to the rate of income growth over the projection horizon. Overall, the composition of demand in Canada is expected to shift away from government and household expenditures towards

Highlights

- The global recovery is expected to proceed at a more gradual pace than previously anticipated.
- The Canadian economy is entering a period of more modest growth, with real GDP projected to grow by 3.0 per cent in 2010, 2.3 per cent in 2011, and 2.6 per cent in 2012.
- The Canadian economy is expected to return to full capacity and inflation to the 2 per cent target by the end of 2012.
- On 19 October 2010, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.
- The Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced.

business investment and net exports. The strength of net exports will be sensitive to currency movements, the expected recovery in productivity growth, and the prospects for external demand.

Inflation in Canada has been slightly below the Bank's July projection. The recent moderation in core inflation is consistent with the persistence of significant excess supply and a deceleration in the growth of unit labour costs. The Bank judges that the output gap is slightly larger and that the economy will return to full capacity by the end of 2012 rather than the beginning of that year, as had been anticipated in July. The inflation outlook has been revised down and

both total CPI and core inflation are now expected to converge to 2 per cent by the end of 2012, as excess supply in the economy is gradually absorbed and inflation expectations remain well anchored.

Important risks remain around this outlook and the Bank judges that the risks to the inflation outlook are roughly balanced. The three main upside risks are higher commodity prices, a stronger-than-anticipated recovery in the U.S. economy and the possibility of greater-than-projected momentum in the Canadian household sector. These upside risks are balanced by three downside risks relating to Canada's international competitiveness, global growth prospects,

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b		
		2010	2011	2012
United States	20	2.7 (2.9)	2.3 (3.0)	3.3 (3.5)
Euro area	15	1.7 (1.0)	1.1 (1.2)	1.7 (2.3)
Japan	6	2.9 (3.3)	1.3 (1.5)	2.3 (2.5)
China	13	10.3 (10.3)	9.0 (9.2)	8.9 (8.7)
Rest of the world	46	5.2 (5.1)	3.6 (3.8)	3.5 (3.6)
World	100	4.7 (4.6)	3.5 (3.8)	3.8 (4.0)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009.

Source: IMF, WEO, October 2010

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2010 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada^a

	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	4.9 (4.9)	5.8 (6.1)	2.0 (3.0)	1.6 (2.8)	2.6 (3.2)	2.6 (3.0)	2.3 (3.0)	2.3 (2.5)	2.6 (2.4)	2.7 (2.0)	2.8 (1.9)	2.8 (1.9)	2.8 (1.9)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.1 (-1.1)	2.2 (2.2)	3.4 (3.7)	3.6 (4.2)	3.0 (3.8)	2.2 (3.0)	2.3 (3.0)	2.4 (2.9)	2.4 (2.7)	2.5 (2.5)	2.6 (2.2)	2.7 (2.1)	2.8 (2.0)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	1.8 (1.9)	1.6 (1.8)	1.6 (1.8)	1.5 (1.8)	1.6 (1.7)	1.7 (1.8)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.8 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.2)	2.2 (2.2)	1.8 (1.8)	1.9 (2.0)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (0.8)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.3 (1.7)	1.7 (1.8)	1.5 (1.8)	1.7 (1.8)	1.8 (1.8)	1.8 (1.9)	1.8 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	76 (76)	79 (79)	78 (78)	76 (75)	82 (77)	84 (78)	86 (80)	87 (80)	87 (81)	88 (81)	88 (81)	88 (82)	89 (82)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 15 October 2010.

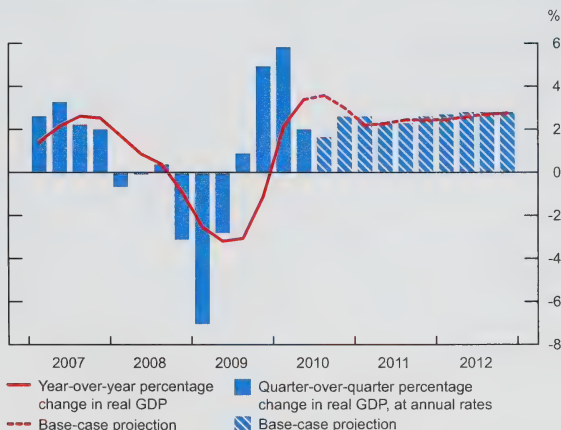
and the possibility of a more pronounced correction in the Canadian housing market.

On 8 September 2010, the Bank raised its target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point to 1 per cent. On 19 October 2010, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. The Bank Rate is correspondingly 1 1/4 per cent and the deposit rate is 3/4 per cent. This leaves considerable monetary stimulus in place, consistent

with achieving the 2 per cent inflation target in an environment of significant excess supply in Canada.

At this time of transition in the global recovery, with a weaker U.S. outlook, constraints beginning to moderate growth in emerging-market economies, and domestic considerations that are expected to slow consumption and housing activity in Canada, any further reduction in monetary policy stimulus would need to be carefully considered.

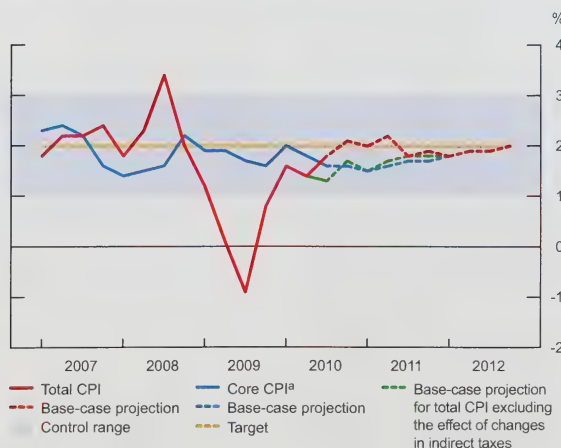
Real GDP is expected to grow at rates consistent with the gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections Last observation: 2010Q2

Total CPI and core inflation in Canada are projected to converge to 2 per cent over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <<http://www.bankofcanada.ca>>.

Monetary Policy Report (quarterly: January, April, July and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (quarterly: January, April, July and October)

Senior Loan Officer Survey (quarterly: January, April, July and October)*

Speeches and Statements by the Governor

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information
Annual Report

A History of the Canadian Dollar

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

* Available only on the Bank's website

la résorption graduelle de l'offre excédentaire dans l'économie et des attentes d'inflation qui demeurent fermement ancrées.

Ces projections demeurent entachées de risques considérables, et la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. Les trois principaux risques à la hausse sont liés à la montée prévue des cours des produits de base, à une reprise de l'économie américaine qui serait plus vigoureuse qu'anticipé et à la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages. Ces risques à la hausse en matière d'inflation sont contrebalancés par trois risques à la baisse ayant trait à la compétitivité du Canada sur la scène internationale, aux perspectives de croissance de l'économie mondiale et à la possibilité d'une correction plus prononcée dans le marché canadien du logement.

Le 8 septembre 2010, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 1/4 de point de pourcentage pour le porter à 1 %. Le 19 octobre 2010, elle a maintenu le taux à 1 %. Le taux officiel d'escompte demeure à 1 1/4 %, et le taux de rémunération des dépôts, à 3/4 %. Cette décision laisse en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte caractérisé par une offre excédentaire importante au Canada. En cette période de transition de la reprise mondiale et étant donné l'affaiblissement des perspectives aux États-Unis, les contraintes qui commencent à modérer la croissance des économies de marché émergentes et les considérations internes qui devraient ralentir la consommation et l'activité dans le secteur du logement au Canada, toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Actes de colloques

On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 \$ CAN l'exemplaire, taxes en sus; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

Rapports techniques, documents de travail et documents d'analyse
Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux.

Rapport sur la politique monétaire. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier. Paraît en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada. Paraît chaque trimestre.

(Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur
Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada.*
Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*. Paraît tous les vendredis.

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information

Rapport annuel
Le dollar canadien : une perspective historique

Offert au prix de 8 \$ CAN, taxes en sus.

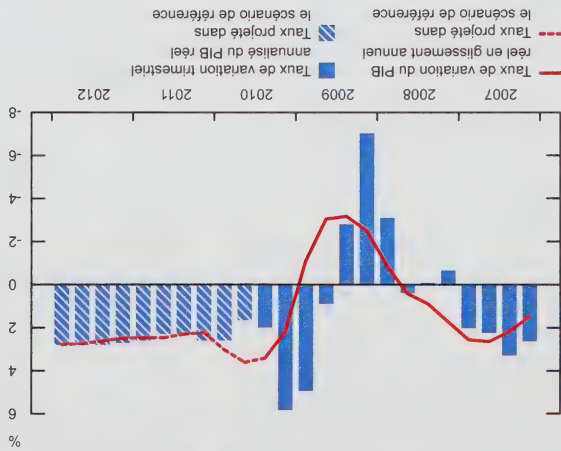
* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

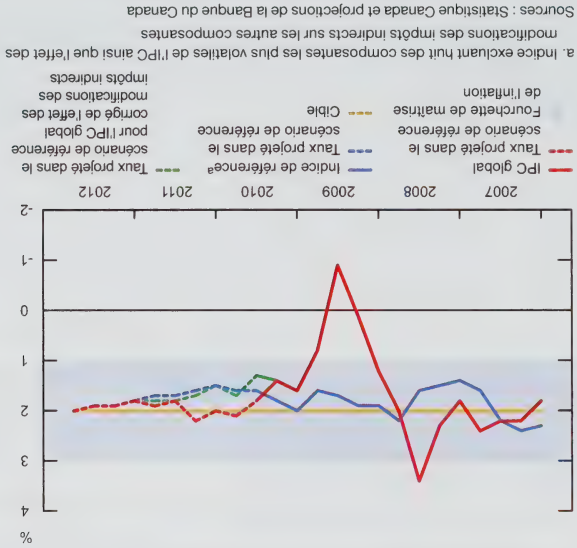
L'inflation au Canada a été légèrement inférieure à la projection de juillet de la Banque. La modération récente de l'inflation mesurée par l'indice de référence cadre avec la persistance d'une offre excédent-taire importante et le ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. La Banque juge que l'écart de production est un peu plus marqué et que l'économie retournera à son plein potentiel d'ici la fin de 2012, plutôt qu'au début de cette année-là comme elle l'avait anticipé en juillet. Les perspectives en matière d'inflation ont été révisées à la baisse et on prévoit maintenant que tant le taux d'augmentation de l'IPC global que celui de l'indice de référence convergeront à 2 % d'ici la fin de 2012, à la faveur de

Le PIB réel devrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada
Dernière observation : 2010T2

Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % au cours de la période de projection



Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediale (en \$ C.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 15 octobre 2010.

	2009	2010	2011	2012
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	4,9	5,8	2,0	2,8
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(4,9)	(6,1)	(2,0)	(1,9)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6	2,0	1,8	1,9
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,8	1,6	1,8	1,9
IPC global hors effet de la TVA et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8	1,6	1,8	1,9
WTP (niveau)	76	79	84	89

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en partie des pouvoirs d'achat pour 2009.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2010

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	2010	2011	2012
États-Unis	20	2,7 (2,9)	2,3 (3,0)
Zone euro	15	1,7 (1,0)	1,7 (2,3)
Japon	6	2,9 (3,3)	2,3 (2,5)
Chine	13	10,3 (10,3)	8,9 (8,7)
Autres pays	46	5,2 (5,1)	3,6 (3,8)
Ensemble du monde	100	4,7 (4,6)	3,5 (3,8)

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

logement comme prévu, et que les considérations liées à la dette des ménages gagnent en importance, la Banque s'attend à ce que la progression des dépenses des ménages ralentisse pour se rapprocher du taux d'augmentation des revenus au cours de la période de projection. Dans l'ensemble, la composition de la demande au Canada devrait se déplacer

des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. La vigueur de ces dernières sera sensible aux mouvements de change, au regain de croissance attendu de la productivité et aux perspectives d'évolution de la demande extérieure.

Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS



Octobre 2010

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données reçues au 15 octobre 2010.

La reprise mondiale entre dans une nouvelle phase. Dans les économies avancées, les facteurs temporelles favorisant la croissance en 2010 — tels que le cycle des stocks et la demande refouée — ont déjà fait sentir leurs effets en grande partie, et les stimulants budgétaires feront place à l'assainissement si la Banque prévoit que la demande privée dans les économies avancées se raffermira suffisamment pour soutenir la reprise, elle s'attend à ce que la conjonction de la dynamique difficile sur le marché du travail et de la réduction du levier d'endettement en cours dans bon nombre de ces économies modère le rythme de la croissance par rapport à celui qui était projeté. Ces éléments donneront lieu à une reprise plus faible qu'escamotée, en particulier aux États-Unis. L'expansion des économies de marché émergentes devrait ralentir et s'établir à une cadence plus soutenable, à mesure que les politiques budgétaires et monétaires seront resserrées. Les tensions accrues sur les marchés des changes et les risques connexes associés aux déséquilibres mondiaux pourraient se traduire par une reprise plus lente et plus difficile à l'échelle du globe.

Les perspectives de l'économie canadienne ont changé. La Banque estime que la reprise économique sera plus graduelle qu'elle ne l'avait projeté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire* et que la croissance de l'économie s'établira à 3,0 % en 2010, à 2,3 % en 2011 et à 2,6 % en 2012. Ce profil de croissance plus modeste reflète une reprise mondiale plus graduelle et un profil plus modéré des dépenses des ménages. Étant donné que l'activité recule nettement dans le secteur du

Faits saillants

- La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme plus graduel qu'on ne l'anticipait auparavant.
- L'économie canadienne entame une période d'expansion plus modeste. La croissance du PIB réel devrait atteindre 3,0 % en 2010, 2,3 % en 2011 et 2,6 % en 2012.
- L'économie canadienne devrait retourner à son plein potentiel, et l'inflation à la cible de 2 %, d'ici la fin de 2012.
- Le 19 octobre 2010, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.
- La Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

